全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与财富有约系列

价值投资——从格雷厄姆到巴菲特

Value Investing



From Graham to Buffett and Beyond





（美）布鲁斯·C·N·格林威尔
贾德·卡恩
保罗·D·索金
迈克尔·范·比埃玛 著
李瑶光 张建文 译

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ ISBN 7-111-10509-5/F·1325

封面设计/电脑制作：陈沛

价值投资是一门学科，它用时间证明了自己的盈利持续性。无论市场行情好坏，价值方法的实践者们都为投资者带来了高额的回报。

布鲁斯·格林威尔因其在价值投资方面的学识而闻名于世，许多华尔街的精英投资者们都参加过他的课程和讲座。《价值投资》一书提出了价值投资的基本概念，它用投资者都能理解的方式阐释了如何应用价值投资这一问题，定将成为当代最重要的投资宝典之一。

本书主要解决了以下几个重要问题：

★怎样寻找低估的证券；

★如何确定股票的内在价值；

★构造投资组合的方法。

在讨论了价值投资的基础之后，本书还介绍了历史上一些最伟大的价值投资者的投资技巧，其中包括沃伦·巴菲特、沃尔特·斯克劳斯、马里奥·加贝里和迈克尔·普瑞斯。通过将格雷厄姆的战略应用于新的投资环境，使价值投资理论更加完整，更加富有弹性。

对于任何希望深刻理解价值投资这一经过时间考验的方法的投资者而言，本书是你的必读书。它将是继格雷厄姆和多德的《证券分析》和格雷厄姆的《聪明的投资者》之后投资领域的第三大畅销书。



定价：25.00 元

地址：北京市百万庄大街22号 邮政编码：100037
联系电话：(010) 68326294 网址：http://www.cmpbook.com
E-mail:online@cmpbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与财富有约系列

价值投资

——从格雷厄姆到巴菲特

Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond

布鲁斯·C·N·格林威尔
贾德·卡恩
（美）保罗·D·索金 著
迈克尔·范·比埃玛
李瑶光 张建文 译



机械工业出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond by Bruce C.N. Greenwald, Judd Kahn, Paul D. Sonkin and Michael Van Biema

Copyright © 2001 by Bruce C.N. Greenwald and Judd Kahn.

Authorized Translation from English Language Edition Published by John Wiley & Sons.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons. 授权机械工业出版社在全球独家出版发行，未经出版者许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2002-0515

图书在版编目(CIP)数据

价值投资：从格雷厄姆到巴菲特/(美)格林威尔等著；李瑶光，张建文译. —北京：机械工业出版社，2002.7

(与财富有约系列)

ISBN 7-111-10509-5

Ⅰ.价… Ⅱ.①格… ②李… ③张… Ⅲ.证券投资－基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 046232 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑：常淑荼 版式设计：霍永明 责任校对：王 欣

封面设计：陈 沛 责任印制：付方敏

北京铭成印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2002 年 8 月第 1 版·第 1 次印刷

890mm × 1240mm A5·9.75 印张·212 千字

0 001—5 000 册

定价：25.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线电话(010)68993821、68326677－2527

封面无防伪标均为盗版



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译　者　序

初见原著，仅仅是扉页上的名字就已令我激动不已：本杰明·格雷厄姆，被誉为华尔街教父；沃伦·巴菲特，世界第二大富豪，享有天才投资者的美称；马里奥·加比利，逾200亿美元资金的管理者，在媒体股票投资方面有着过人的天赋；格伦·格林伯格，一位马克·吐温在其著作中曾提及的优秀价值投资者；塞斯·科拉曼，十几岁时就开始投资股票，对"安全边际"这一概念有着独到的领悟；迈克尔·普瑞斯，他所管理的基金曾实现过每年50%的增长率；斯克劳斯父子，他们45年投资的年均复利回报率高出标准普尔指数3.8个百分点；保罗·D·索金，蜂鸟价值基金的总裁，擅长于对小型和微型公司进行分析和投资……再细读，我为能够翻译这样一本理论阐述精辟、实例详实生动、文笔雅致流畅的好书而兴奋，同时也备感忐忑——我深恐自己水平有限，不能正确传达原著之意，而有负作者，无以飨读者。

价值投资作为一种资产投资理论，其精髓在于"价值"二字——如何寻找价值及评估价值；价值投资者恒守不变的原则是——只投资于市场价格远低于内在价值的资产。由此，价值投资者从不仅仅根据某一项资产的历史价格资料来预测趋势而进行"炒作"，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会仅凭某一宏观局势的变化而对一家公司的股票或债券等资产的价格轻下评断。价值投资，与被称为“现代投资理论”的正统投资学说在理论基础和应用方法上也有很大的区别。例如，价值投资理论并不赞同“市场有效性”假说，并不认为“风险与收益成正比”，而价值投资者的投资实践也证明了他们对这些假说的质疑并非毫无道理。又如，几乎每一种投资理论都以定价为核心，“现代投资理论”将大量复杂的预测技术和数学公式引入对投资资产的定价过程，而价值投资者始终坚守从资产负债表出发，结合公司发展趋势和宏观环境等因素，通过分析资产价值、盈利价值及成长性价值来计算投资对象内在价值的定价方法。另一方面，价值投资者的观念似乎与当今受网络技术、生物技术等高新技术推动的经济形势也格格不入。价值投资者始终是“现实主义者”，在分析处理预期收益和未来现金流时慎之又慎；而新经济里最时髦的、20世纪末最为投资者看重的恰恰就是“未来成长性”。在这一方面，价值投资理论的忠实追随者们又一次依靠事实征服了投资界：即使是在持续了近4年的牛市行情中，价值投资者们仍然保持了超出市场平均收益水平的业绩；同时，新千年里“网络泡沫”的破灭也使许多原本狂热的投资者痛定思痛，开始更实际、更理性地判断被投资资产的价值。

2001年下半年中国的股市经历了一段痛苦的历程，如今在这马年的春天里，上证指数、深证指数仍然在跌宕起伏，而中国的投资者，在历经这场喜喜悲悲的洗礼后，似乎变得更沉着，多了几分冷静，少了几许浮躁。国际“炒家”索罗斯曾评论中国股市为一“赌场”，理由正是中国股市里的散户居多，不懂投资理论、只会跟庄的散户居多。他们将自己手中的资金投在被庄家上下翻腾的股票上，依靠猜测“庄家”的行为而获利，这与将钱押在被庄家上下摇晃的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骰子上的确差别不大。但是，随着我国市场经济建设的深入进行，我深信，中国的股票市场及其他投资市场会逐步走上正轨，而经历过风雨后的中国投资者也会日趋成熟。他们会将目光逐步投向公司的业绩、市场的环境，而不是“庄家”的异动。他们也许会将资金托付给那些专业管理者代为进行更合理的投资……无论如何，他们都需要一些成熟的理论作指导，以成功的投资者为楷模。价值投资正是一个体系完善、可操作性强的投资理论，自 1934 年正式诞生以来，已经历了 68 年的发展沿革和考验，而价值投资者，正是那些善于在萧条中发现价值、在“垃圾”中寻得珍珠的人。

与其他讲述价值投资理念，乃至与其他投资类书籍不同的是，本书不仅把握了传统价值投资理论及其新发展的内容，透彻系统地阐明了该理论，而且通过清晰扼要地介绍巴菲特等投资大师运用价值投资的实例，多角度地介绍了该理论的真实操作过程，真正做到了理论与实践相结合。因此，本书不仅适合专业投资研究者作为一本理论实务兼顾的课堂教材或日常读物来阅读学习，也适合普通投资者及其他对投资感兴趣的人士阅读，它能使读者获得对价值投资理性和感性的全面认识。全书共 16 章，前八章从界定价值投资的概念和范围开始，逐步深入介绍如何确定搜索有价值的投资对象、如何正确估价等问题。文中的第 3 章总体介绍了格雷厄姆和多德等人发明的一些价值评估方法，第 4 章具体分析了如何评估资产价值，第 5 章提出了一种评估盈利价值的方法，第 6 章则将前三章陈述的方法应用于一公司的实例分析，第 7 章分析了对成长性价值进行评估的问题，第 8 章探讨的是如何构造低风险但收益并不低的投资组合问题。本书后八章分别介绍了八位知名投资者一两个成功的事例，既包括了对股票债券的投资案例，也包括了公司收购兼并案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掩卷之时，译者脑海里似乎出现了一群人的形象，他们冷峻执著、言谨行慎，踏实细致地在报表里寻找着蛛丝马迹，沉着地游弋于那些外表千疮百孔的资产中……渐渐地，这些形象变成了一些名字，一些代表着成功和财富的名字。在这些名字背后，资产规模或许不一，投资领域也许迥异，但却有着同一根支柱——价值投资理论。正是源于对这一理论的深刻理解和阐释发扬，这些人的名字也被载入世界投资史册，刻在每一位追求成功的投资人心中。在此，我想以一句话与读者们共勉，相信这句话也是价值投资者所深信的：

在逆境中蓄势，定有飞龙在天时！

此外，在本书的译校过程中，张蕴涛、胡新茜、刘超然、王颖、石艳华、姚莲英、李晨光、姚鑫明等同志也付出了辛勤的劳动，在此一并表示感谢。

译　者

2002年6月

PDG

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　　言

在充斥着投机和内幕消息的投资领域里，人们通常认为是本杰明·格雷厄姆确立了证券分析原则。他和大卫·多德在 1934 年出版的《证券分析》一书标志着证券分析业的诞生。格雷厄姆在 1949 年出版的《聪明的投资者》中向专业人士和业余爱好者更详细地阐述了他的理念和技巧。这两本书都已经多次再版。《证券分析》既有原始的经典版本，也有纯粹主义者认为只保留了少量的格雷厄姆思想在内的第五版本。纽约证券分析协会（格雷厄姆创立的一个组织）强调格雷厄姆“对于投资的意义就像欧几里得对几何学、达尔文对生物进化论一样重要”。虽然这种赞誉超过了他本人对自己的评价，但是他对投资所起的重大作用是毋庸置疑的。

格雷厄姆不仅为投资奠定了理论基础，而且在他的学生和追随者的头脑里输入了现被称为“价值投资”的思想。用最简单的话来说，价值投资者力求用最便宜的价格购买证券，也就像谚语中所说的“用五十美分买一美元的东西”。正如本书所要证明的那样，价值投资的内容远比此丰富。虽然在 20 世纪 20 年代以后投资领域发生了翻天覆地的变化，格雷厄姆仍然创造了一种至今依旧非常重要的投资方法。在本书中，我们尽量阐述格雷厄姆和其追随者的成果，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将之与价值投资在过去三四十年的新发展融合在一起。

从 1928 年开始，格雷厄姆开始在他的母校哥伦比亚大学教授证券分析课。他与多德合写的《证券分析》就是从这门课程发展而来的。哥伦比亚大学的证券分析课在格雷厄姆和多德之后又经过了几代，最后传到罗杰·默里手中，罗杰·默里是《证券分析》第五版的作者之一。从 1978 年默里退休以后，这门课程和这个惯例从哥伦比亚大学正规的学术课程中消失了。在哥伦比亚校外，由于沃伦·巴菲特的努力(他在读《聪明的投资者》之前，曾经于 1950 年上过格雷厄姆和多德的课)，证券分析在投资实践领域的生命力依旧旺盛。他在蜜月期间阅读了《证券分析》第五版。巴菲特和沃尔特·斯克劳斯还有其他格雷厄姆的学生一起创立了一系列成功的投资记录，它将越来越多人的注意力引向价值投资。

前期学员，包括马里奥·加比里，他曾经上过罗杰·默里的课，继续修正和扩展了基本的价值分析方法。1992 年，加比里说服默里为他的分析师们讲授价值投资，他们在以前的 MBA 课程中从未接触过这门课程。作为海布伦新任的“资产管理和金融”教授，我出于好奇也参加了这些课程。像在我之前的投资者一样，我被格雷厄姆投资理论雄辩的逻辑深深吸引。所以在 1993 我让罗杰·默里和我一起教授改进过的价值投资课程。这门课程继续吸引着大量的 MBA 学员和专业学员，这也是我们编写本书的出发点之一。

同时，在 20 世纪 50 ~ 60 年代，一种新的投资分析方法诞生了，它是由当时经过经济学和统计学培训的学者们创造的。这种投资方法有时被称为“现代投资理论”，主要包括以下几方面内容：

- 市场是有效率的，除非偶然，否则人们不可能跑赢大盘。
- 风险是用单个股票对多元化投资组合波动性的贡献率来衡量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，而不像传统理论那样把风险看作是永久性的资本损失。

- 对于投资者来说，最好的投资策略就是买入大量股票构成指数，通过把指数投资组合与无风险资产例如现金的结合来将风险调整到理想的水平。

总是有投资专家不认同这一理论，特别是当他们的生计有赖于客户不能或很难理解该理论时更是如此。但是在过去 20 年里，一些经济研究成果开始挑战市场有效假说。在这些研究中，价值投资的机械变量理论(例如,低市盈率,低市净率)和动能投资理论(例如在股价上涨的时候买入股票,在股价下跌的时候卖出股票)都优化了指数投资组合。这些研究成果即使没有摧毁有效市场正统学说，至少也使之黯然失色，同时提高了格雷厄姆投资理论的价值。

在纯粹统计学方法对现代投资理论提出挑战的同时，一个名为"行为金融学"的理论以心理学为研究基础批判了把投资者看作是无情的计算机器的想法。它提出，投资者和其他人一样，对事件的反映会带有一些明显的倾向性。新信息是被理解的，而不是简单地被摄入，而且并非所有的理解都是理性的。一组强有力的倾向性将会使人更注重最近的消息(无论好坏)。有着高增长率的公司的股票很快就会触顶。这些有关过度反应的发现验证了自格雷厄姆以来所有价值投资者的信念：从长期来看，公司和股票的表现都会趋向均值。第一版的《证券分析》引用贺瑞斯诗集中的一句话"许多现在已然衰朽的，将来可能重放异彩；许多倍受青睐的，将来却可能日渐衰朽"作为卷首语。如果价值投资者也有倾向性，那么贺瑞斯已经捕捉到了这一点。此外，现代学术研究使得金融市场行为理论沿着格雷厄姆和多德的方向前进。

最令人奇怪的是，格雷厄姆和多德的公司定价法能成功地预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了业内的发展趋势。定价是大多数投资理论的核心，它是估计公司实际价值或内在价值的一项技术。大多数投资者希望购买那些真实价值还没有体现在现行市场价格上的股票。人们一般认为公司的价值是公司为投资者创造的现金流量的现值之和。但是在很多情况下，这种方法要求投资者预测公司遥远的未来的现金流，这远远超出了投资者的能力。自格雷厄姆以来的价值投资者更偏好于“已经到手的东西”——银行里的现金及等价物。因此，价值投资者并不相信那些需要对遥远未来的事件和条件进行假设的技术，他们更喜欢通过首先评估公司的资产价值、然后评估公司的盈利能力价值来计算公司的内在价值。只有在个别情况下，他们才愿意把成长性作为定价的一个因素。

这种怀疑的态度并不是源于对未来的偏见，而是因为他们认为成长性在很多情况下并不值钱。对于自由竞争市场经济中的大部分公司来说，成长性价值已经被追加的资本投资消化掉了。惟一能给投资者带来利润的成长是那些资本回报超过资本成本的增长。就像我们将要在本书详细讨论的那样，能够带来超额利润的公司是那些进入受壁垒保护(否则竞争对手的大量进入会降低超额利润)的公司。只有具备特许经营权的成长性才是有价值的。很少有公司能够在不受特许经营权保护的情况下扩张并依旧保持盈利性。当价值投资者想要为成长性赋值的时候，他们更关心公司的战略地位和特许经营权的可持续性。在这种情况下，应主要采取怀疑的态度；问题的关键是谁能够证明公司的特许经营权能够继续下去。现在，这种将分析公司的战略地位作为评估核心的观点在成熟投资者中很常见，这种观点也是格雷厄姆和多德投资方法固有的特性。

价值投资法——首先评估资产，然后评估盈利能力价值，最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在极少的情形下才加入成长性价值——的另一个优势是它更注重可靠信息。资产价值取决于公司情况的有形方面。盈利能力价值评估的是公司今天的收益。确定土地的现行市场价值和公司部门的现行盈利能力要比预测公司20年后的市场份额、利润率、资本成本率可靠得多。当然未来是很重要的，但是把我们今天能够确信的东西与未来不确定的东西区分开也是很重要的。这就是格雷厄姆和多德投资理论的优势之一。此外，价值投资法允许公司的资产价值和盈利能力价值出现差异。这个差异是公司管理不善的标志，有些价值投资者会积极地鼓励管理层采取正确的行动、卖出公司或者放弃它。

格雷厄姆喜欢他的“实净法”，他买的股票的价格都远低于公司流动资产减负债后的余额。谁不想这样呢？但是在当代的投资世界里，实净法只是极少出现的一种例外情况。现代价值投资者不得不发明新的方法来发现和评估资产价值，他们把现金、应收账款和存货以外的资产也包括进来，但是他们仍然是以今天的资产价值基础来作出决策，而不依赖未来的预期收益率和现金流。

在20世纪的最后几年里，价值投资者看上去几乎成了“珍稀物种”。以数字技术和生物技术为基础的“新经济”给公司带来了销售和收入无限增长的美好期望。现在看来，其中至少有一些前提假设已经证明是错误的。我们没有必要回顾那段首次发行价是20美元、上市后飞升到120美元，最后又跌回地价的神奇历史。新经济假设最核心的部分就是要证明一些基本的经济原则(例如竞争者被吸引向盈利行业,最终迫使利润率回复到正常范围)已经过时。

这种学术环境，再加上连续三四年的强劲牛市行情，给价值投资者带来严峻的挑战。即使是那些有着传奇式的、长期优秀业绩的公司也比不过那些理解了新经济含义或者知道其他投资者对预期有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何反应的公司。在新千年即将到来的时候，两者的争论依然很激烈。现在这种争论已经停止了，至少从现在看来是这样的，因为千禧年提醒投资者：过去上涨的东西不会永远涨上去。像大多数价值投资者一样，我们不过分信任对市场的预测。但是我们相信经济规律不可能废止，在市场经济中，如果没有进入壁垒，竞争最终将使利润的增长受到限制。在以市场经济为特点的世界里，本书要推介的格雷厄姆和多德投资理论的升级版本不会过时。

本书乃为投资爱好者所著。我们假设读者愿意支持我们的观点，并且愿意用一些图表进行检验。本书有一些反复提到的观点；我们的理由是：啰唆一下要比翻回去寻找前面介绍过的概念容易得多。虽然我们这里介绍的许多内容对于经验丰富的资金经理和学者来说非常熟悉，但是我们相信本书提供的许多新观点和对现有理论的巧妙应用会让所有人满意。

布鲁斯·格林威尔



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

译者序

前言

第一部分 价值投资简介 …… 1

第1章 价值投资

定义、特点、结果、风险和原理 …… 3

1.1 什么是价值投资 …… 3

1.2 什么不是价值投资 …… 4

1.3 价值投资是否有效 …… 8

1.4 超额利润是否为超额风险带来的回报 …… 11

1.5 寻找价值 …… 12

1.6 本书其他章节的内容 …… 14

第2章 寻找价值

临渊而渔 …… 17

2.1 用于揭示价值的行业分析法 …… 17

2.2 价值异常 …… 20

2.3 其他狩猎场 …… 26

第二部分 价值的三种源泉 …… 29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 原则价值与实际价值 …… 31
3.1 现在及未来现金流的现值 …… 31
3.2 三要素定价方法：资产、盈利能力和利润增长率 …… 34
3.3 格雷厄姆和多德理论中要素定价法
与战略定价法的结合 …… 43
3.4 附录：未来现金流的现值 …… 47
第4章 资产评估
从账面价值到重置成本 …… 50
4.1 待售资产：清算价值 …… 51
4.2 营业中企业的资产：进入行业需要多少资产？ …… 54
4.3 隐藏的价值：复杂的结构与隐藏的价值 …… 65
第5章 盈利能力价值
资产加特许经营权 …… 71
5.1 “烤”出来的收益 …… 71
5.2 汽车：名牌价值 …… 74
5.3 特许经营权的性质 …… 75
5.4 附录：品牌的价值——没有看到的那样多 …… 85
第6章 奇妙的特许经营权
WD—40盈利能力 …… 88
6.1 盈利能力价值 …… 92
6.2 资产价值 …… 98
6.3 特许经营权价值 …… 101
6.4 缓慢地增长比不增长好 …… 103

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章 走进英特尔

特许经营权下的成长性的价值 ………… 105

7.1 收购“好”公司 ………… 105

7.2 建在沙地里的城堡 ………… 106

7.3 英特尔的历史 ………… 108

7.4 定价一：资产重置成本 ………… 112

7.5 定价二：盈利能力价值 ………… 120

7.6 定价三：何为成长性价值 ………… 130

7.7 附录 ………… 136

第 8 章 构造投资组合

风险、分散投资与默认策略 ………… 143

第三部分 价值投资实践 八位价值投资者简介 ………… 151

第 9 章 沃伦·巴菲特

投资就是配置资金 ………… 156

9.1 一般准则 ………… 158

9.2 能力范围：巴菲特具有专业知识的领域 ………… 175

第 10 章 马里奥·加比利

发现并揭示自由市场的价值 ………… 193

10.1 自由市场价值 ………… 194

10.2 自由市场价值实例：General Housewares 公司 ………… 199

10.3 自由市场价值实例：电话和数据系统 ………… 204

第 11 章 格伦·格林伯格



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调研、集中投资并且“留心这个篮子” …… 207
11.1 精选股票构成集中性证券组合 …… 209
11.2 集中性投资组合中的股票定价 …… 215
第12章 罗伯特·H·海布伦
对投资者进行投资 …… 222
第13章 塞斯·科拉曼
低价而沽的卖方 为数寥寥的买方 …… 229
13.1 安全边际 …… 229
13.2 科拉曼原则 …… 231
13.3 德克萨斯石油公司债券和德克萨斯的法律：
破产如何带来收益 …… 241
第14章 迈克尔·普瑞斯
原则、耐心、专注和能力 …… 244
14.1 风险一旦降下来，高额回报就会到来 …… 246
14.2 构造与投资策略相匹配的投资组合 …… 246
14.3 把握市场并采取明智的市场策略 …… 247
14.4 定价：公司到底价值几何 …… 252
14.5 寻找廉价股票 …… 253
14.6 破产投资就是价值投资，只会更好 …… 254
14.7 鼓励公司去做正确的事情 …… 257
14.8 完成你的家庭作业，并且尽早下手 …… 259
第15章 沃尔特和埃德温·斯克劳斯
简单化，低廉化 …… 261

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.1 寻求便宜的股票 …… 264
15.2 它价值几何？评估资产、收益和公司的价值 …… 265
15.3 继续追踪 …… 267
15.4 何时购进，何时卖出 …… 269
15.5 证券组合：灵活的多样化 …… 270
15.6 照顾到客户的利益 …… 271
15.7 范例一：Asarco——寻找买主的便宜资产 …… 274
15.8 范例二：J·M·Smucker 公司——卖糖给美国人 …… 275

第 16 章 保罗·D·索金

小即是美，对丑者而言尤其如此 …… 277
16.1 如果没有跌到最低点，就不要购买 …… 279
16.2 附加信息的价值 …… 283
16.3 小股票，大投资 …… 284
16.4 Centennial Technologies：不受欢迎，未抛补，价值低估 …… 287



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

价值投资简介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 价值投资

定义、特点、结果、风险和原理

1.1 什么是价值投资

本杰明·格雷厄姆和大卫·多德最初定义的价值投资以金融市场的三大特征为基础：

(1) 金融证券的价格受一些影响深远但又变幻莫测的因素的支配。格雷厄姆拟人化地称这种随时都能支配证券价格的非人力因素为“市场先生”。市场先生每天都现身来买卖金融资产。他是一个奇怪的家伙，根据各种各样难以预料的情绪波动，使价格落在他所愿意成交的位置上。

(2) 尽管金融资产的市场价格涨落不定，但许多资产具有相对稳定的基础经济价值。训练有素且勤勉的投资者能够以精确合理地衡量这一基础经济价值。换句话说，证券的内在价值是一回事，其当前交易价格是另外一回事。尽管价格和价值在某一天可能相等，但这二者通常是不等的。

(3) 在证券的市场价格明显低于计算所得的内在价值时购买证券，最终必将产生超额回报。格雷厄姆将价值和价格之间的这一差距定义为“安全边际”；理论上，这一差距约等于基础价值的1/2，而且至少不低于基础价值的1/3。他希望能用50美分购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得1美元；最终的收益可能更大，而且更重要的是，还很安全。

以这三条假设作为起点，价值投资的核心过程就极其简单了。价值投资者先评估某一金融资产的基础价值，并将之与“市场先生”所提供的现价相比。如果价格低于价值，并能获得足够的安全边际，价值投资者就买入该证券。我们可将这一规则视为格雷厄姆和多德价值投资理论的要诀。该理论的合理衍生理论可能各不相同——每个人都可加入自己的特色和嗜好——不同之处恰恰在于对整个投资过程中某些步骤的处理方式上。这些步骤包括：

- 选择要评估的证券。
- 估计证券的基础价值。
- 计算每一证券所要求的合理的安全边际。
- 确定每一种证券的购买数量，包括证券组合的构造和投资者对多元化程度的选择。
- 确定何时出售证券。

这些并不是微不足道的决策。搜寻正以低于其内在价值的价格出售的证券是一回事，找到它们又完全是另一回事。正是由于后人在前人的基础上又设计了许多替代方法，价值投资才得以在格雷厄姆和多德首次出版《证券分析》后的六十多年里依旧保持核心地位。本书后半部分介绍了其中一些主流人物及其理论。

1.2 什么不是价值投资

任何理性的投资者都不承认自己寻找的是卖价高于其内在价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的证券。每个人都想低买高卖⊖。真正的价值投资者实际上是非常罕见的，那么，如何区分真正的价值投资者和在证券市场上交易的其他投资者呢？

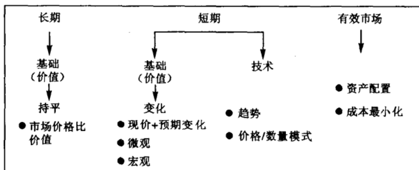


图 1-1　投资的方法

“技术”分析师或“技术人员”很显然不能被称为价值投资者（参见图 1-1）。技术人员从不进行任何基础分析。他们不关心公司的资产负债表或收益表、公司所在的行业、产品市场的特征，或者是其他任何基础投资者都会关心的问题。他们对投资对象的经济价值毫不关心，而是将精力集中于交易数据，即证券价格的波动性和交易量。他们认为，这些有关波动性的历史数据反映了该证券在不同时间的供求关系，根据这些关系可以预测证券未来的价格走势。他们用图形来反映这一信息，并且认真研究这些图形，寻找预示价格未来运动趋势的信号，从而使他们的交易有利可图。例如，动量投

⊖ 本书中的讨论仅限于“多头”的投资，而不考虑那些“卖空”（卖出自己并不持有的证券）价格高于内在价值的证券的投资者。格雷厄姆在其一生中也曾采用“空头”的方式为他所拥有的其他头寸进行套期保值。现在，的确也可能有一些真正的价值投资者大量进行卖空交易。但是，从大体上来说，价值投资等同于发现基础价值并以市价成交。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者推断现价的运动趋势，买进那些价格正在上升且有望持续上涨的证券。有时，他们将证券的当日价格与近期 30 日均线、90 日均线、150 日均线或其他均线进行比较。向上或向下穿过均线意味着价格变动方向的变化。毫无疑问，他们都想低价买进，高价卖出，但此时的“低价”指的是证券的历史价格，“高价”指的是证券的未来价格，它们都与证券的基础价值无关。对于技术投资者而言，市场先生是投资领域中惟一的游戏规则，而且它是一种利于短期投资的规则。很少有投资者会忽略技术信息。

甚至在那些理所当然地把自己看作基础投资者的人中，格雷厄姆和多德型价值投资者很明显也只占少数。这些基础投资者都很关心其投资的证券所在公司的实际经济状况。

我们可将基础投资者分为两类：一类主要关心宏观问题，另一类主要关心具体证券的微观状况。宏观教旨主义投资者关心影响全体证券或大部分证券的宏观经济因素：通货膨胀率、利率、汇率、失业率、国民经济增长率，甚至国际经济增长率。他们密切关注政府决策机构，如联邦储备委员会的举措，并综合考虑投资者和消费者的观点。他们利用所得信息预测宏观经济走势，然后利用这些预测来判断哪几组证券(甚至或者是一些个体的证券)最可能受这些变化趋势影响。他们的方法通常被认为是自上而下型——从整体经济出发，再具体到特定的公司和证券。他们期望自己能具有远见卓识，比整体市场意识反应快，以实现与其他投资者一样的目的——低买高卖。尽管宏观分析方法经常需要计算，但他们并不直接计算某个证券或某些特殊种类证券的价值。虽然也有一些知名的宏观价值投资家获得成功，但大部分传统的格雷厄姆和多德型价值投资者是以微观分析为基础的微观教旨主义者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至在微观教旨主义者——那些分析公司的经济基础因素并对证券逐一进行考察的人中，传统的格雷厄姆和多德型价值投资者也是少数。微观教旨主义者常用的投资方法都是以股票或其他证券的现价作为出发点的。这些投资者研究证券的历史情况，观察其价格如何随那些具备影响力的经济因素的变化而变化。这些被认为具有影响力的因素包括：收益、行业背景、新产品的引进、生产技术的进步、管理整顿、需求增长、财务杠杆变动、新厂房和新设备投资、公司兼并及多元化经营等等。然后他们试图预测这些因素中的关键变量是如何变化的。这一预测主要基于公司和行业的原始资料以及他们的常识。

公司的收益是大部分预测的焦点。证券价格中包含了市场整体对未来收益的预期。如果这些投资者发现他们对未来收益及其他重要变量的估计值超出市场预期值，他们就会购买这些证券。他们认为当有关收益及其他方面的新消息被公布时，他们的预测将生效，市场将追高这些证券的价格。而他们已经根据其对未来的预测低价买进了证券，现在他们想做的只是高价卖出。

尽管这一方法与价值投资有相同点，即都关心经济基础因素和具体的证券，但它们之间仍然存在重大差异。首先，这种方法注重对价格的先期预测，而不注重与基础资产价值相关的水平价格。这一分析方法可同等地应用于以 10 倍、20 倍或 50 倍于预测收益的价格交易的股票。价值投资者却不会视这些情况为同等情形。第二，这一方法也不涉及明确的安全边际，以保证投资者免受市场先生反复无常行为的损害。众所周知，对利好消息，市场先生最终是以降低价格作为回应的。所以，尽管格雷厄姆和多德型的价值投资者通常采用微观分析的方法，但却并非全部，甚至大部分的微观教旨主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义者都是价值投资者。

这些价值投资方法如果能被谨慎而不懈地加以运用，都能够使投资成功。统计数据越来越多地表明证券价格和数量都沿着一致的、可识别的模式发展(短期呈正序列相关,长期呈均值回归)。成功的技术投资者有很多。宏观经济变量可以比较精确地预测出来，而且以一种系统的、可识别的方式影响证券市场。同样也有很多成功的宏观教旨主义投资者。那些积极地跟踪来自公司及行业信息，并能先于大家找出市场发展趋势的分析家在理论上——有时在实际上——应该能获得高于平均水平的投资收益。

但是，证券交易是一个零和博弈。每一位买家都对应有一位卖主，未来必将证实他们两人中有一人当初的决策有误。事实上，在付出的努力和花费的成本方面，与那些采用消极的、低成本投资策略(即只买一支能够代表全部证券的市场指标股)的投资者相比，约有 70%的能动型职业投资者表现更差。我们应承认，在消极管理方式下，无需预测市场先生所提供的证券价格就能实现有效管理，这取决于对基础价值的最优估计。

1.3 价值投资是否有效

无论从理论的角度还是从实践的角度看，价值投资都是一种非常好的方法。我们通过深入探讨现代价值投资的过程来详述理论。我们认为这些方法比其他最流行的方法更现实地应用了经济学和统计学。但投资也和其他接触性运动一样：结果是对该理论最好的证明。历史数据证实，价值投资方法的确有效。从长期来看，价值投资法所创造的投资收益比重点选择法和整体市场法更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有三项资料可清楚地证明该投资方法的优越性。第一项资料来自一组机选测试。它们是按以下程序进行的：

(1) 取某一全球性交易所，如纽约股票交易所或计算机统计数据库中的全部股票。

(2) 按一定的价值标准，如$\frac{市场价格}{账面价值}$，或$\frac{市场价格}{每股收益}$(即市盈率)，将这些股票分组(1/10 组，1/5 组，1/4 组)。那些$\frac{市场价格}{账面价值}$低或市盈率低的证券就构成了价值投资组合。

(3) 记录起始日的证券价格，起始日通常为当年的第一个交易日。

(4) 在固定的时间段内(通常为一年)持有这些投资组合。

(5) 记录年末的证券价格。

(6) 将价格变动数与所获股息相加，求得持有每一投资组合一年所得到的总收益。

(7) 比较每一投资组合的总收益。

这一方法的不同形式被应用于许多研究中。研究结果几乎都证明在各种时间段、各种市场下，价值投资组合的收益率均高于平均收益率(此处的平均收益率指整体市场收益率)。自 20 世纪 20 年代以来，$\frac{市场价格}{账面价值}$比值低的投资组合在一年或一年以上的期间内，其收益率比市场收益率高 3% ~ 5%，低市盈率的投资组合也是如此。相应地，$\frac{市场价格}{账面价值}$比值高和市盈率高的股票所构成的投资组合则表现不佳。有些研究人员称这类组合为魔力投资组合。这些证券定价高的主要原因是这些公司在过去几年里销售和收益的高速增长。不幸的是，这些公司已获得的成功以及对其未来更乐观的预期都已经在构造投资组合之时体现在股票价格中了。

这些通过机械方式选出的股票构成的投资组合，看起来的确很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像是经一位认真的价值投资者在对每一支股票进行分析后所构造的组合，尤其像早期应用价值投资方式所得到的组合。但是价值投资与机械方法——一个以价格孰高孰低为统计准则进行股票甄选的计算机程序——并不相同。计算内在价值通常更复杂，而且需要对该公司和产业经济有更详细的了解，这些知识远远超过了简单的财务比率所能提供的信息。尽管如此，机选价值投资组合所获得的巨大成功仍然向我们提示了一个积极的价值投资战略所应达到的标准。70%的基金管理人员的运作业绩低于市场平均水平，想想看，能够多年来一直保持每年超越市场平均水平3%～5%的业绩是多么令人叹服。

其次，一些大型投资管理机构，如奥本海默，特迪和布朗尼，采纳了格雷厄姆和多德理论精髓中的系统性价值投资战略后，它们的业绩可与机选价值投资组合的业绩相媲美，并且超过了市场平均水平[⊖]。这些机构的业绩再一次证实了价值投资能产生超额回报这一理论。机选程序的研究只是对历史数据所进行的后台检测，而这些机构则不同，它们为真实的客户带来了真实的盈利。价值投资除在实验室里能够成功外，在现实世界里也同样获得了成功。

最后，那些被沃伦·巴菲特称为“格雷厄姆和多德指引下的超级投资人”的基金经理也是对该理论有效性的证明。在极大程度上，在业绩能够长期优于市场平均水平的价值投资者中，有大部分是格雷厄姆和多德传统理论的追随者[⊜]。

⊖ 自1975年到2000年，S&P500的年收益率为16.1%，远远超过自其成立以来的平均水平。同期，奥本海默资本价值混合公司的年收益率为17.4%，特迪和布朗尼的共同基金股票投资组合每年盈利20.4%。

⊜ 我们给出了在本书的后半部分中所介绍的一些价值投资者的长期业绩。自巴菲特发表他的论文后，他们的收益水平经年来一直十分好，甚至在历史上最大的牛市时期也如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.4 超额利润是否为超额风险带来的回报

机选投资组合、以价值为投资导向的机构，以及格雷厄姆和多德型个体投资者能实现高收益的原因很可能只是因为这些投资组合的风险高于市场总体风险。如果果真如此，那么他们的超额回报就仅仅是由于承担超额风险而应得的收益，不值一提。金融理论家们不仅一直强调高风险可得到高收益，而且认为不承担超额风险就不可能获得高于市场平均水平的收益。

这一论断的问题在于，当计算我们的价值投资组合的标准理论风险衡量尺度时，无论是计算年收益波动率，还是计算现代金融理论中所定义的 β 系数，所得的结果通常都低于市场总体水平。此外，计算其他风险衡量尺度，如出现利空消息时股票价格的下跌程度，熊市时股票的下滑幅度，或是历史最大损失水平等，所得到的结果也证明，价值投资组合比市场总体风险更低。这些尺度十分接近于我们通常理解的风险概念，也更适合于价值投资者。因为价值投资者将价格波动看作交易机会，而非证券内在价值的正确估计值。

至于那些完全依照统计研究而确定的机选价值投资组合，它们的平均年收益率、平均三年收益率、平均五年收益率一直都更高，它们在萧条时期也能产生超额回报，在股票市场总体处于低谷的时期它们仍能脱颖而出。价值分析方法，甚至在以机械的方式利用该方法的情况下，都是一个能适应各种市场条件的好帮手。

我们可以看看沃伦·巴菲特对他为何购买大量华盛顿邮递公司的股票所作的解释，这可作为另一种看待风险的方式。在 1973 年末，经济、股票市场、国民的情绪，当然还有大量的投资者都处于低迷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的状态。华盛顿邮递公司的资本市值跌至8000万美元。那时，整个公司很可能就会以最低4000万美元的价格售给任何10个买主。很明显，市场先生当时的状态很糟糕。现在，巴菲特问，如果股票的市场价值再一次下降，是否会使得购买该股票风险更大呢？根据现代投资理论，答案是肯定的，因为这将增加价格的波动性。而巴菲特的答案却是：根本就不会，因为价格的下跌使原本已经很大的安全边际进一步提高，从而降低了在购买过程中可能存在的任何风险——他认为一开始就没有风险。安全边际作为计算风险的一种尺度，与证券价格波动性迥异。使用这一尺度的前提是承认存在内在价值并相信自己有能力估算出内在价值。

1.5 寻找价值

证券及其他投资工具，如衍生产品和共同基金等正在以比物质世界更快的速度膨胀。为了使自己不致于迷失在投资的广袤空间中，价值投资者一直以来都依靠以下“三阶段法”来指导自己的工作：

（1）调查策略，用以确定潜在的价值投资领域。

（2）定价方法，必须有效而且灵活，能够找出隐藏在各种伪装下的内在价值，同时保证投资者不受乐观情绪或其他具有诱惑力的表象所迷惑。

（3）构造投资组合的策略，可用于降低风险并作为选择单个证券时的检验尺度。

在后面的章节中我们还将具体介绍每一步骤的情况。

价值投资是一种明智的投资理念，但要获得成功，却很可能是气质方面的素质影响多于理智因素。首先，价值投资者必须了解自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己能力的局限性所在。你必须知道自己有何学识，并要能够区分一般的能力和与生俱来的理解力。大部分价值投资者或者是某一行业的专家，或者是某些特殊情形方面的专家，如破产问题专家。并非每一支看起来廉价的股票都具有更高的价值。你必须能够区分低估的股票和低价的股票。即使是知识最渊博的投资者也只是在自己能力所及的范围内才表现出色。

其次，价值投资需要耐心。你必须等到市场先生给你报出低价。幸运的是，没人强迫你在低价位出现之前就采取行动。按沃伦·巴菲特的推理，投资就像是没有挥棒打击动作的棒球运动。你可以在多次投球中选择，直到你找到你所喜欢的那一个。然后你才开始行动，如果你所做的分析很明智，那么你成功的机会就会很大。有哪一支大球队的击球手不愿意按此规则比赛呢？在购买证券后也必须有耐心。即使你对内在价值的估计是正确的，市场上的其他人也需要一定时间才能意识到这一点。别忘了，正是因为该证券失宠于人你才买它。市场对其价值的估价不会在一夜之间突然改变。价值投资者应该能够沉得住气。

沉得住气并不意味着什么也不干。当价值投资者找不到既在自己能力范围以内，又处于足以产生安全边际的低价位的证券时，他们应该做些什么？沃伦·巴菲特在其职业生涯中的某一时期就将他管理的资金还给了有限公司的合伙人，因为那时市场上的证券都定价过高，他找不到可投资的对象(他的确说服了威廉姆·Ruane 建立一个共同基金来吸纳那些仍想投资的人)。但是大部分基金经理都不愿意将其所控制管理的资金分割出去。通常，价值投资者会将资金暂时投在货币市场或其他安全的投资项目上。这是一种消极的策略。还有其他的消极策略。例如，一名机构投资经理的业绩是通过与基准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合，如标准普尔500指数相比较来衡量的，他就应该选择该基准组合作为其默认投资组合，而只当股票满足了他所设定的标准时才会单独购买这些股票。我们还将在探讨投资组合结构和多样化策略时进一步讨论这一问题。

1.6 本书其他章节的内容

第2章介绍了价值投资者可采取的适当的搜索策略。正如地质学家为寻找石油、金矿或其他宝贵资源而建立模型，以确定在哪类区域钻探可能有所收获一样，价值投资者也有鉴别潜在的高回报投资机会的方法。我们阐释了为什么某些种类的证券更可能比市场整体定价低，以及如何识别出这些证券。

第3章探讨如何正确估价的问题。我们考察了估价的标准方法——折现现金流分析法，并指出了应用该方法的缺陷。然后我们介绍了其他一些由格雷厄姆和多德发明的方法。第一种方法是，先从公司的财务报表开始对公司资产进行估价，然后对其中某些资产进行调整以反映其真实的经济价值，即以重置成本来反映被调整资产的价值。非常明显地具有价值的证券是正以低于扣除全部债务后所余流动资产(包括现金、应收帐款、存货)重置成本的价格出售的股票。这就是本杰明·格雷厄姆著名的按“实净法”找到的股票。尽管在大萧条时期发现这样一些股票比在当今时代发现这样的股票更容易，但如今偶尔仍能找到这种机会。

第二种计算公司内在价值的方法是考察它在一定年限内的收入情况，以估计该公司在一个商业周期内的平均收益。所得数据应该符合该资产内在(重置)价值的市场平均收益。如果所获收益总是超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出市场平均水平，则该公司的获利能力可能使公司的价值高于调整后的净值。这些情况并不常见，但是比格雷厄姆按“实净法”计算所得的情况还是多一些。最后，对那些拥有足够竞争优势的少数公司而言，其公司的增长前景也应该体现在估价中。

第 4 章进行了更为详细的探讨，并举了一个如何在重置成本基础上对公司价值进行评估的实例。第 5 章提出了一种分析获利能力的方法。一家在其净调整价值基础上能获得高于市场平均水平收益的公司，必然有其特质，这种独特性就是其独有的、排他的竞争优势。我们阐释了这类竞争优势背后所隐含的经济学原理，说明了应如何判定特质，并展示了如何对存在特质的证券进行评估。第 6 章将这一方法用于分析一家具有特质的公司近年来的历史状况。

第 7 章分析的是价值评估中最不可信因素：成长的价值。华尔街喜欢成长的事物，公司也愿意发展，这是天作之合。管理者们获得了赏识和权力，他们可以胜任更多的职位，可以获得大幅度的晋升，预算增加，公司增长动力十足。增长意味着层次的提高。但问题在于大部分的增长严格地说都是无利可图的。严格意义的盈利应该是在收回为实现增长而投入的资金后仍有赢余。利用特质实现增长是惟一的可盈利成长方式。这也很难实现，由此，价值投资理论向投资者灌输反对为特质外增长或未具体化的特质增长投资的观念。本章为决定购买成长性证券且愿意为成长性投资的投资者阐述了将成长性投资放入价值评估框架中的方法，从而帮助他们避免净损益警报无休止地长鸣。本章例举了英特尔作为一家公司及一个潜在投资对象的历史。

第 8 章论证了价值投资者如何构造投资组合以降低高出个体证券安全边际的风险。当市场先生心情愉快时，他将市场上全部的东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西都定高价。价值投资者不得不只能说“不”，然后一直等到市场先生情绪正常——或者等到他消沉而将所有的东西都便宜出售。同时，每一个价值投资者都有尚未找到有价值的投资项目的资金头寸。默认策略取决于投资者衡量的标准及情况的变化。我们列示了一些备选的默认策略。

在第三部分，我们研究了八位价值投资者各自独特的方法。其中一些人是家喻户晓的，其他一些人只在价值投资迷中享有盛名。对其中大部分人，我们都给出了一两个生动的实例来展示他们如何将理论应用于实际。我们相信价值投资是一门名副其实的理论学科，它与经济和金融理论密切相关。但它也是进行实际投资的一种方法，这一点已为市场结果所验证。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 寻找价值

临渊而渔

投资领域提供的选择总是太多，任何一名谨慎的投资者在进行分析之前都必须先在这一领域挖掘出有限的一部分作为分析对象。我们通过忽略投资世界中的政府和财政机构发行的债务、州和市政债券、银行存款账户、大额存单、通货、商品、收藏品、直接投资(对整个企业拥有所有权)、衍生产品、共同基金，以及其他不属于股票或公司债券的任何事物来简化问题。尽管也有一些价值投资者购买债券、可转换债券及其他证券，但在这本书里，我们只关注如何选择股权投资。我们所说的评估方法是对公司进行评价的方法，与汇率、商品，以及其他所提到的投资工具无关。公司证券可能只是投资世界中的一小部分，但仅仅是找出正以低于内在价值出售的证券这一项工作已足以使投资者无暇顾及其他了。

2.1 用于揭示价值的行业分析法

第1章里我们提到过大量利用机械方法选股以检测各种投资模式的研究工作。这一研究方法在开始时采用一个或多个变量将股票分级，将分级后的这些股票分为规模相等的几组，然后比较各组(现在被称为投资组合)在一年或更长时间段内的投资收益。从总体上看，这些研究工作都显示价值级别高的股票组合优于市场平均水平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们是具有绝对优势的投资组合。但这并不足以说明全部结果，我们还必须理解价值为何具有如此巨大的魔力，从而能使机械的方法转变成适合我们自己口味的方法。

让我们首先看看用于股票筛选和分级的变量。它们可以分为三大类：

第一类是基础变量。基础变量仅指与公司业绩有关的变量，它不能揭示公司业绩和股价之间的关系。在研究中常用的基础变量有以下几个：

（1）股本收益率或总资本收益率。

（2）一年及多年的每股收益增长率。

（3）销售增长率。

（4）资产增长率。

（5）利润率。

基础变量值高的公司是成功的公司，它们的股票人人都想买。采用这些变量构造投资组合时出现的惟一问题就是，通常是股本收益率或利润率低的公司为投资者带来的收益更高。Michelle Clayman 形象地表达了这一现象：“寻求不幸”是比“寻求卓越”更好的投资准则。

第二类变量只考察股票价格的变化，而不关心任何基本面的数据。此时我们处于关注动能的技术投资世界，最常用的衡量尺度是相对优势，即某一股票相对于其他股票的业绩表现。选择上一年表现最突出的股票构成投资组合，其实是在赌这些绩优股能够继续超越其他股票，而这一赌注的确能带来盈利。自 1952 年到 1994 年，基于相对优势选出的前 50 支股票比市场总体收益每年平均高出 3.7%（欧沙那希，1994，第 193 页）。这也是对那些箴言的佐证：“不要与历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史记录抗争"，"趋势是你的朋友"，以及"卖掉跑输的马，让跑赢的马继续参赛"。

但是动能很快就会耗尽。根据以往三年的价格变化趋势选出的股票与根据过去一年股价变化趋势选出的股票大相径庭：原来的绩差股现在表现出色。那些天价股票跌回了地价，而那些曾受重重压制的股票开始爬升。不论是自然界还是人文世界，都能看到这一现象：归于平凡。高个子父母的孩子一般并不会比其父母更高，如果他们都能超过父母的高度，那么 NBA 的核心球员就没法得到他们现有的薪水了。如果股票市场中老牌绩优股在非常长的时间内一直保持突出的表现，它们的市场资本总额将是天价，远远超过任何可支持股价的基础价值。投资史上曾经出现过这种狂热的现象，但它们最终还是瓦解了。

最后，最为广泛采用的变量是那些将股票价格与公司基本信息联系起来的变量：市盈率、股价与现金流量比、股价与账面价值比、股价与销售额比、或股价与股利比。在这些情况下，价值股票——相对于现金流量、帐面价值、销售额和股利而言股票价格低的股票——比成长股表现更好。无论用收益、现金流、销售额、净资产，或是用股利来衡量，这些比率都是对同一基本画面的不同写照：投资者愿意为公司未来的成功付出多少。投资者愿意支付的金额越少，股票(而不是公司)的前景就越好。

还有另一个与公司有关的因素会对投资者购买股票的收益率产生重大影响。这一变量不能简单地归属于我们在前面定义的三类变量——纯粹基础变量类、纯粹价格走势类，或市场价格与某些基础变量(如销售额、收益)的比率。我们可以将市值看作流通股票数量乘以股票现价之积，股票现价等于每股账面价值乘以$\frac{市场价格}{账面价值}$，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样也可以简单地采用销售额或收益率来计算(我们必须给每一项加上未偿债务)。但是股票市值的关键在于它是一个不受价值导向型比率支配的独立的说明性因素。也就是说，即使$\frac{市场价格}{账面价值}$值相等，以股票市值来衡量，小公司的股票仍然比大公司的股票表现更好(参见Fama的文献)。规模大小有很大关系，公司越小，它在大部分时期的表现就越好。但是也并不总是这样。曾经有一段时期，如现在，大公司股票就比小公司股票表现更好。但是从60余年来基础价值和股价资料保存完整的公司行情来看，投资于小公司一直都能盈利。

2.2 价值异常

随着时间的推移，价值股票的超额回报就构成了价值异常。一旦投资者了解到低价股票业绩优于高价股票，他们将会竞买低价股，从而抬升低价股的价格，减少超额回报。对于廉价股票能够产生超额利润这种现象有两种截然不同的回答。一种理论试图解释之，另一种理论试图通过解释而消除这一现象。我们将从后者开始。该理论的本质是捍卫市场有效假说。该理论认为，产生超额回报只是因为价值投资组合承担的风险比高价投资组合或市场总体更高。由于该理论认为附加风险应该产生超额收益，当考虑到风险因素时，异常收益也就不存在了，从而超额回报的情况也就被解释过去了。但是，正如我们在前面章节中所指出的，有数据表明价值股票的确表现出众，而且风险更小，所以超额风险带来超额收益的说法并不能有效地解释异常收益。

第二种理论试图解释为何对那些积极睿智的、努力超越市场平均水平的投资者而言，可能存在价值异常。答案，简言之，是偏见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者，包括个体投资者和机构投资者，都受系统性偏见的影响，这一偏见使他们在赢家(具有很多题材和美好未来的潜在的成长性公司)身上投资过多，对失败者(那些单调、业绩差、不知名，不受喜爱的公司)投资极少。这些偏见决定了投资收益。有魅力的公司可能的确能做得很好，但他们的股票价格已经反映了他们的惊人业绩。那些令人乏味的公司的确步履艰难，但他们的股票价格反映的是他们将永远步履蹒跚，越搞越糟。他们所需做的只是恢复到正常状态，然后就能使投资者大吃一惊。

什么导致了这些偏见呢？为了回答这一问题，我们必须理解投资决策是如何作出的，以及由谁作出的。尽管许多投资资金都掌握在机构手里，但机构却并非决策者，为机构工作的个人才是决策者。这些人有自己的利益和操作程序，但他们的利益和操作程序有时候可能与机构的利益和操作程序不能保持一致。另一方面，机构通常都有由权威层制订的投资政策，这些政策旨在约束投资经理的决策。所以，考虑以下三种对投资决策有影响的经济实体的偏见是非常有意义的：①机构；②在机构组织中追求个人需求和利益的机构经理；③受心理状态影响，为自己(或作为他人代理)投资的个体投资者。

对机构而言，投资偏见通常由政策或规模导致。我们从政策开始。通过章程、书面投资政策，或立法干预等方式，许多机构投资基金都被禁止投资某些种类的股票。无论是出于环境、健康，或是与政府有关的原因，被认为从事对社会不负责任的行业的公司的股票都不许购买。如果许多基金都采纳了强制性不许购买同一些公司股票的政策，那么对这些公司股票的整体需求必然大量减少。除非有足够的无此类禁止性政策的基金(即，只买烟草公司或制造有缺陷的婴儿汽车椅的公司的股票)存在，否则用现有收益率和未来增长率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来衡量，“污染型公司”的股票可能永远定价过低。要消除这种偏见因素，使这些股票升值，应该改变投资政策，改变公司的社会行为，或者是进行行业重组。只要禁令还牢牢存在，这些股票就会永远低靡。

规模偏见问题更重要，也更有趣。许多基金不能投资于小公司，这可能是由于委托人不允许这么做，也可能是由于他们所管理的资金太多，小公司无法吸纳足够的资金量。后一情况更为常见。如果一家多元化投资公司(主要是共同基金)想将其拥有的50亿美元资金投入100家公司，则它在每家公司平均需要购进5000万美金。由于基金不想也不允许拥有一家公司10%以上的股票，则投资的范围就仅限于那些市值达到5亿美元的公司。尽管基金规模、合适的公司市值股权比例限制等规定会有所不同，但是公司规模的影响是持续存在的。其结果是：在其他条件相同的情况下，小公司的股票比大公司的股票更便宜。在必须保持不变的“其他条件”里，最重要的是增长预期。小公司显然具有比大公司增长更快的机会，因为大公司已经控制了发展中行业的大部分市场份额。

小公司要想进入大基金的投资范围，惟一需要做的事就是成长。随着公司收入和收益率的增长，会有许多投资者来投资从而推动公司股票价格上涨。在某些情况下，去年市值为5000万美元的微型公司，可能成为下一年市值为1.5亿美元的小公司。再过些年，其市值可能达到5亿美元。随着它的发展、成熟，它也有资格被更多基金购买，其股票定价折扣也更少了。它不再是一种机会，而是成功的形象。但是这一循环只是永久性更新中的一部分，新的微型公司将默默地如雨后春笋般涌现出来，替代其位置。对大基金而言，规模过小的公司的股票在市场上总是存在的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡量小市值公司投资价值的标准方法就是将标准普尔500指数中的公司市盈率(P/E)与小市值股票指数(如所罗门美邦新兴增长指数)的P/E相比较。这一比率随时间变化而变化，但是通常小市值股票指数的P/E更高，这是因为它们的增长前景更为乐观。1983年，在美国历史上最长的牛市开始后不久，小市值公司的P/E值为标准普尔500的P/E值的2.3倍，达到一个尖峰。这也标志着小公司超常业绩时代的结束。到1988年底，该比率一波三折地降到了1/1。我们可能猜测得到，大公司的股票在相当长的一段时期内比小公司的股票表现更优。小公司和大公司股票相对价值的起伏并没有否认这样一个事实：市值小的股票曾经被低估，结果也导致它们比市值大的股票表现更好。因为它们从来都不为大多数的投资集团接受，它们通常要在成长得更大后才会成为交易对象。

公司让产易股的案例是规模偏见影响股票表现的一个显著的例子。有时一家公司会通过发行新公司的股票并将之配给现有股东等方式，摆脱一家分支机构或是其他不想要的行业部门。这家让产易股公司的股票现在是独立进行交易的。在大多数情况下，尤其与它刚从中剥离出来的巨型公司相比，新公司通常比较小。持有巨型公司股票的基金现在会发现他们自己拥有了一家市值为5000万美元的微型企业的股票。他们对这家新公司一无所知，但是他们确信一点：对他们而言这家公司太小，不足以让他们花时间来了解它，因为它规模太小而低于他们的购买范围。所以他们像倒垃圾一样在市场上卖掉这些股票，收回资金。让产易股对那些不受公司规模问题约束的投资者而言，这是一次良机。因为这类公司的许多股票都不是因公司前景问题而售出的，这其中可能有被大基金抛弃的珍宝。一家小公司的股票即使可能是珍宝，对大基金而言它也只是个麻烦。大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金对普通小公司的股票熟视无睹，对让产易股而获得的小公司股票一概抛售。这仅仅是机构投资者对小公司股票有偏见的一个极端的例子，这种偏见使得小公司股票长期以来成为价值投资者可开垦的一片富饶土地。

当我们考察机构里的人如何做投资决策时，我们找到了另一种引起偏见的原因。大部分基金经理都是受雇按投资政策规定进行投资的雇员。尽管可以带来巨大成功的创见可能受到嘉奖，但最安全的方法还是像其他按同一准则进行投资的人一样行事。老一代数据处理经理们的格言也适用于基金经理：没有人曾因从 IBM 购买计算机而被解雇，也没有人会因为业绩居中或是购买了与团队中其他人一样的股票而失业。如果你冒险购买没人想要的公司的股票，盈利将发生很大变化。如果该公司恢复元气并且股票价格上涨，你的确能够得到表扬，但为时很短。如果该公司运作不佳，股票价格下跌，每个人都会记住你选了那个“次品”。管理着大量资金的投资经理通常都被认为是追随群体智慧的。而且既然呆在群体里总是安全的，为什么不呢？在年末报告时这一现象就更为明显，那时候基金经理们会粉饰他们的投资组合，抛售那些价格下跌的股票，使他们的投资组合满载着过去一年(或一季度)的成功。这一修枝截末的工作有助于抬升目前正上涨的股票价格，进一步打击那些已受挫的股票。年度终了的一个月，通常都是购买那些为避免在年度总结报告上被批评而粉饰业绩的基金经理们所抛弃的价值股票的很好的时机。

这些关于基金经理的评论都是一般性的说法。有些著名的成功的投资者与主流想法背道而驰，购买那些表面上是“次品”的股票而远离那些被华尔街选定的股票。但是我们认为这些人是非常小的一个群体(公众所知道的知名反向投资者的名字很少，这正体现了他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们属于极少数人)，我们在此只是要解释为何长期的偏见创造了本不应存在的机会，其原因正在于那些仅受理智和事实指引的基金经理。我们并不是说所有的基金经理都群起而动，在出报告前处理他们的投资组合。我们只是说其中绝大部分人都这么做，而且强调了仅限于那些当前业绩不佳的股票被明显错误定价的情况。

产生投资者偏见的最后一个原因是人类心理。正如我们从文化、科学角度，以及从经验角度所知，人类并不非常理性。他们——我们——并不仔细地衡量事实，我们总是再三地陷入逻辑错误，我们会混淆原因和结果，我们以少量的甚至个别的事实为基础来得出结论，我们有选择性地进行记忆。我们所犯的错误并不像人为地在光洁的画布上散布污点那样具有随机性，这使得这些缺点对投资者而言既有趣又重要。它们在某些区域聚集，这使得它们具有统计学意义上的可预测性从而具有实用性。

这是研究直觉推理缺陷问题的主体内容。这项研究把认知心理学引入到经济学中的，被称为行为金融学。我们在此旨在解释股票价值异常的现象为何能在一个充满着聪明、积极且勤奋的投资经理(他们一直是致力于通过消除这些现象来获利)的世界里长期存在。因此，我们要关注如下几条最能说明问题的调查结果。

(1) 人们对近期发生的事比遥远的事情记得清楚，并且常从一些难忘的事中得出结论，而不是用所有的数据来进行分析。结果，人们就认为那些近一两年来业绩出众的公司也是未来的好公司，而那些现在表现令人失望的公司将来的业绩仍然不佳。我们这是用外推法进行预测。而一项更完善的研究过去表现和未来收益率之间关系的方法所得出的结论与之恰恰相反：在两年或三年后，今日的落后者变成了明日领袖，反之亦然。华尔街箴言里充满着智慧，它告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诫我们没有一棵橡树能长成参天大树。但这也不能阻止一些专业人士和业余人士在对未来进行预测时过度地倚重近期的历史。

(2) 我们不喜欢风险也痛恨赔钱。这并没有错，除非我们将过去的失败与将来的失望混为一谈。价格已经下降的股票被认为是不好的股票，甚至即使在处于可购买的更低价位时，它在人们的观念里仍有不好的痕迹。所以我们听任自己的分析受感情化的负面意识的影响，而这一负面意识会干扰我们对公司的前景和证券价值作出无偏的估计。我们会过于偏爱那些成功者，避开失败者，因而，我们不会注意到，当情况变化时，今日的失败者将是明日的胜利者。

将这些偏见综合起来，我们就能看出为何采用一种特殊的方法投资可能在很长时期内带来超常收益。这一收益在投资的超凡表现为世人所知后还能在长时间内继续存在。这种特殊的方法就是即使在以机械方式计算价值的情况下仍然购买价值股票。因此，如果，股票现价与其真实、内在或基本价值之间存在的未被发现的差异能够带来巨额的收益，那么某些差异就具有持续性。这些差异构成了一片领域：在这一领域中寻找基础价值很可能会带来收益。

2.3 其他狩猎场

在失望、沮丧、压抑，从而放弃之外，仍然存在其他可以找到隐藏价值的空间。首先，还有一些被隐藏起来的证券。这些证券往往是小公司的股票，它们处于大投资基金的投资范围之外，因此也就处于工作需要报酬的证券分析家们分析的范围之外。从大公司中分离出来的小公司就属于这一类，而且它们具有特别的吸引力，即那些不愿意找麻烦的大基金可能主动放弃它们。最后，令人乏味的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司是令人乏味的股票和低收益的制造者。年复一年地做同样事情的公司增长缓慢、获利微薄，它们不会通过博取分析家的注意来扩大自己的资金。这类公司的财富通常是悄悄地在变化，而不是闪亮地发生变化的。

不受欢迎的公司还有其他的标志。除了能看到该资产和该行业重组后可能出现的价值的有见识的投资者之外，处于破产状态或面临严重财务危机的公司对其他人来说很明显都是不受欢迎的。处于生产能力过剩、进口突然增长、长期衰退，或是受法律法规惩罚的行业的那些公司，也是不受欢迎的。现行的及即将成文的法律都可能使公司不受欢迎。业绩持续表现不佳是最令人沮丧的消息。我们在此并非指那些一周甚至一天内价格下挫50%的股票，而是那种在两三年内明显落后于市场的股票。这些不受欢迎的标志指出了潜在机会的所在。当投资者要避开坏的消息或是不良的业绩表现时，他们会以很低的价格卖掉该股票，因为他们夸大了公司的不景气状况。有时事情可能比最悲观的分析家所想的还要糟，目前股票的低价实际上还是太高了。但是反应过度的情况经常出现，见多识广的投资者总能在被遗弃的垃圾中找到物美价廉的东西。

最后，由于机构限制或委托权限及其他临时性反常状况，有些证券被错误定价。当 Resolution 信托公司处理其从收购经营失败的存贷款公司所获取的资产时，其目的在于使自己脱离这一行业，使这些资产重新回到课税清单上。具备专业知识并致力于评估这些资产(无论是不动产、垃圾债券，还是储蓄机构本身)价值的投资者，都能够廉价买入这些资产。尽管诸如此类的机会并非每天都有，但它们发生的频率还是很高，足以使价值投资者留心关注下一个机会。同样还有因分支机构表现不佳而影响整个公司业绩的公司。如果某股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票价格反映的是整个公司的收益(或损失)，那么管理层要扭转局面从而使股价高涨，所需做的惟一的事情就是使分支机构消亡。这些机构大都逃不出华尔街分析家们敏锐的眼睛，但是的确还有一些公司因为其情况新奇或复杂而未被分析家发现。他们等待着有时间、有学识的价值投资者将公司的经营情况分解，找出潜在收益。他们同样需要某些分析家鼓励公司的高层管理人员摆脱沉重的负担，从而体现公司的真实价值。但真实价值并非总是这样体现出来的。

我们想强调这所有的工作都仅仅是一个开端。这些研究旨在将投资领域缩小到我们可以管理的范围内，之后我们才能开始进行深层的价值分析。我们可以利用计算机存储的公司或股票数据；可以考察让产易股所带来的财务压力、其他的结构调整，或新的破产文件；可以阅读交易报表，看看哪个行业处于萧条、哪里有潜在的合并及其他的可增加价值的变化。我们考察那些可能组成我们的投资组合的股票，那些在屏幕上走过或我们眼中扫过的股票形成了一份缩减后的候选股票列表。但是，这仅仅是第一步。真正的价值评估工作开始于这些候选股票选定之后。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

价值的三种源泉



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章　原则价值与实际价值

价值投资定律的支持者认为金融证券和其他资产一样具有内在价值，可以通过细致的分析获得它。当证券目前的市场价格远离内在价值时，就会出现获利机会。成功的价值投资者的基本任务是要精确计算资产的内在价值，从而利用市场的错误报价获利。有很多种方法都能测算出资产的内在价值，只是各种方法之间有优劣之分。本章要论证的是格雷厄姆和多德倡导的计算方法在操作上如何优于其他常用方法，从而证明价值投资方法的成功并非偶然。

3.1　现在及未来现金流的现值

任何资产——无论是办公楼、金矿、街头杂货店或网上杂货店、政府债券，还是通用汽车公司的股票，其内在价值都是由该资产为所有者带来的可分配现金流的现值决定的，这一结论得到理论界的广泛认同。现值是现在及未来现金流，包括支出和收入，按适当的时间价值贴现后得到的总和(见本章附录)。格雷厄姆和多德的追随者和其他投资者一样接受现值的概念和计算方法。这一技术在任何一个商学院都可以学到。投资银行家和公司财务主管都使用现值技术。政府也利用现值技术评估资本项目及其他投资的回报率。计算器里设定了计算现值的程序，电子表格也有类似的财务功能。现值分析是不可或缺的。但是，理论上正确的东西未必能够在实践中提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供准确的内在价值模型。（也许我们应该说现值分析的实际价值要打折扣。）

计算现值及内在价值的标准方法是从估计现在及未来合理年度（也许是10年）的相关现金流开始的。然后选择与资产风险相适应的资本成本率。有了这两个数据就可以计算每年现金流的现值；把这些现值加总就可得到合理年度之前所有现金流的现值。

远期现金流的传统处理方法提出了终端价值的概念。终端价值是在假设10年后（或我们计算过每年现值之后的年份）现金流永远按固定比例增长的基础上计算得出的。在这一假设下，10年之后的现金流的现值等于第11年的预测现金流乘以一个乘数。这个乘数等于1除以资本成本率与固定增长率之间的差额。（例如，如果我们预计资本成本率为10%，固定增长率为5%，那么乘数为1/(10% - 5%) = 20）。由于我们只有到第10年的时候才能够得到第11年的现金流，所以我们要把终端价值折算到现在。终端价值加上前10年现金流的现值，我们就可得到现在及未来现金流的内在价值。

我们现在看看代数计算的准确性与影响模型变量的不确定性之间存在的矛盾。我们推测10年内的增长率是一个数，而10年后的增长率是另一个数。这种尝试不说是愚蠢的，至少也是过于大胆的。假设在第2年或第3年，公司面临更剧烈的竞争、技术挑战、原料成本高涨或者其他可能导致现金流缩减或消除的问题，那么我们的估计有多大的把握呢？我们还假设公司能够按可预测的资本成本不断获得长期融资。但是，谁能在今天就知道贷款人5年后会提出哪些条件？有多少人会购买新股？利润率和必需的投资水平是估计现金流的基础，它们的远期数值同样很难预测。

更糟的是，如果基本假设稍稍偏离，资产定价就会发生明显的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化。我们来看看终端价值和现金流乘数。如果未来固定增长率为4%，资本成本为8%，那么终端价值乘数就是25（1/(8% - 4%) = 25）。如果我们对资本成本、增长率或两者的估计上下偏差1%，终端价值乘数就会在16（9%的资本成本减去3%的增长率）和50（7%的资本成本减去5%的增长率）之间变动。这个变化幅度超过了3:1的比例。在很多——也许是大多数——情况下，终端价值是总现值中最主要的组成部分。

投资者当然知道这些弊端，并尝试用一些方法来解决它们。一种方法是利用乘数定价公式来简化定价过程。选择一个现金流的度量尺度，例如，净收入、息税前收入(EBIT)，或息税前收入减折旧与摊销(EBITDA)，然后乘以一个合适的因子，例如类似公司的市盈率(*P/E*)、EBIT乘数或EBITDA乘数。这一方法仍会产生很多问题：定价公式中的第二个因素依赖于他人对其他公司的预测；所选择的用于计算乘数因子的公司不具有可比性；不能利用大量有关公司竞争地位、利润率、周期敏感性及其他方面的短期信息等。然而，这种方法最主要的缺陷还在于乘数定价公式不过是简化了假设条件的定价公式。实际上，这仍然是终端价值的公式。它不能避免终端价值计算的弊端；而只是把问题掩盖起来。

进行详尽的敏感性分析是另一个广为应用的处理现值不确定性问题的方法。分析者将决定未来公司现金流的预测营运指标——销售增长率、利润率、投资/每美元销售额、资本成本率等进行改变，然后看公司价值的相应变化。这样做旨在确定可能的定价范围。但问题在于这一范围太大了。由于基本指标之间常以非常复杂的方式联系在一起，这样就很难确定哪种定价是正确的。敏感性分析的优点在于它指出了现值估计的不可靠性，但指出问题并不等于解决问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题。

实际上，不可靠性问题是在确定内在价值过程中进行现值分析所固有的问题。这种方法具有两个基本的缺陷。首先，现值是从现在一直到未来所有现金流贴现值之和。对今后几年的现金流进行准确预测是可能的，但随着时间的推移，准确性难免会降低。然而，在现值计算过程中，所有的现值都是加在一起的。众所周知，准确的信息加上不准确的信息得出的仍是不准确的信息。要想改进定价方法，就得保证可靠信息不被腐蚀。而现值定价方法无法做到这一点。

其次，现值定价法所依赖的信息——操作变量的参数值——通常是不可知的，特别是远期数值。即使是汽车行业最灵通的分析师也不能肯定地说福特公司 2010 年以后的销售回报率是 10% 还是 12%。但是，人们认为：专业分析师应该能够估计出多年以后汽车公司能否维持下去，福特公司能否保持它相对于竞争对手(通用、丰田、戴姆勒克莱斯勒等)的竞争优势(或劣势)，福特公司是否会在未来几年里开发出新的竞争优势。这些是宽泛的战略判断，聪明的分析师对这些问题能够作出比预测运营利润率或资本成本更准确的判断。然而，现在的现值定价方法不能结合这些判断来对公司进行定价。

3.2 三要素定价方法：资产、盈利能力和利润增长率

如果格雷厄姆和多德型投资者提不出克服现值法的缺陷的方法，那么格雷厄姆和多德投资者对计算未来现金流现值方法的怀疑就仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅是对现值法的俗人式的冷嘲热讽罢了。幸运的是他们设计出了另一种估价方法。这种方法以对公司所处经济条件的全面把握为基础。它将重点更多地放在确定的公司信息上，与华尔街传统的定价方法相比，它在对公司前景的评价时增加了更多的现实性因素，减少了乐观主义情绪。伯克夏哈瑟维公司的查理·蒙格说如果他给分析师出个考题，让他为一家新成立的 .com 公司估价，他会让所有回答这个问题的人不及格。引用维特根斯坦的话说就是“不能说话的时候，你就保持沉默”。在哪些方面我们不能说话呢？我们回过头再看看福特汽车公司的例子。尽管预测 2010 年的现金流是轻率之举，但我们仍可以谈论一些我们所确信的东西。

3.2.1 要素 1：资产的价值

首先，我们可以看公司现在的情况。按照格雷厄姆和多德的方法，我们从公司的资产价值开始分析。首先看公司的资产负债表，检查公司资产在最近一个经营期期末时的价值，该项数据由公司的会计确定。我们知道某些资产的会计价值比其他价值更为准确。这样，当我们使用资产负债表时，我们接受或根据经验或分析家的建议调整公布的数据。对资产负债表的负债也采取同样的处理方法。最后，用资产减去负债就得到了公司目前的净资产价值。这并不需要我们对未来进行预测。资产和负债都是真实存在的。其中许多资产和负债是有形的(或者是准有形的，像银行确认的银行账户中的货币)，这些都可以直接而准确地估价。

从资产负债表第一项开始分析还有另外一个好处。我们从现金资产开始往下看资产列表，哪项资产的价值不明确，比如商誉等无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形资产，哪项资产的价值就容易出现问题，我们自然就会知道应该降低对这些数据的依赖程度。格雷厄姆本人偏爱那些能够在一年内兑现的流动资产及那些会计价值与出售价格相差无几的资产。从流动资产中扣除所有的公司负债，我们就可以得到公司实净运营资本值。

我们在资产估价中要考虑的另一个方面是我们向每类资产分配价值时所采取的原则。在福特公司的例子中，这主要取决于对公司所从事的汽车行业的前景所作出的战略判断。如果这个行业在经济上无法生存发展，如果它正处于衰退期的末期，那么它的资产必须按清算收入来定价。这些资产在汽车行业中的专用性越强，资产负债表所显示的价值与销售后实际能够获得的现金之间的差距越大。现金和应收账款差不多可以按账面价值定价，但是设施、设备、甚至某些存货必须分拆定价。任何在资产负债表中显示的商誉或者无形资产将一文不值。

此外，如果汽车工业不会消失，那么这些资产就应该按重置成本定价，即福特公司或其竞争对手在今天按最有效方法重新购置相同资产所需要的成本。重置成本适用于那些在经济上具有生存价值的行业，如果资产报废了，它们还可以按一定的成本重置。现金、应收账款和存货的重置成本计算起来相对简单，而且与会计账面价值相差无几。资产负债表上越靠下面的资产，其价值的确定就越困难。但是由于有以评估设施和设备的价值为生的评估师的存在，我们只需处理一些比未来十年收入增长率更确定的项目就可以了。

如果我们是汽车行业的专家，我们所能作出的另一项判断是关于福特在行业中所处地位的战略判断。我们可能会说“相对于其他尚不知名的全球性汽车公司来说，福特公司不可能继续保持明显的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争优势或福特公司将处于竞争劣势。”由于汽车行业是一个成熟的行业，具有很强的竞争性，因此我们作出这样的判断并不稀奇。但是这一战略形势——缺乏竞争优势或处于竞争劣势——的含义却非常重要。在这种情况下，资产的重置成本成为公司内在价值最好的衡量尺度。

在任何行业中，现有公司所享有的竞争优势就是对潜在竞争对手的壁垒。实际上，这两个术语是对同一情况的不同表述。如果没有竞争壁垒，我们就拥有一个平等的竞争环境。所有公司，包括行业中原有的公司和新加入者，都有平等的机会接触到所需的生产技术、资源和客户。没有什么能够阻止现有公司的扩张以及新对手的加入。

假设有这样一家公司，它是行业中的先驱，并在一个平等的竞争环境中运作。其资产(包括无形资产，而且不一定是资产负债表上的无形资产)的重置成本是 10 亿美元。市场价值为 20 亿美元。那么会发生什么情况呢？现有的竞争对手和新加入者可以用 10 亿美元重置资产，建立市值为 20 亿美元的企业。既然先入者并不具备其他公司无法做到的独特之处，那么其他公司与先入者的运营经验就没有差别。所以，先入者面临着来自新入者、扩张者或两者的竞争。新的生产能力不断加入。消费者的需求水平没有多大改变，但是竞争却加剧了。要么价格会下降，要么每个生产商的销售量下降。在两种情况下，公司的利润和市场价值都会下降。

产量继续上升，利润和市场价值持续下降。只有当先入者的市场价值下降到资产重置成本——10 亿美元的水平时，整个过程才会结束。竞争对手也遭遇相同的命运；每个公司的利润都在下降。当然，整个过程不会像我们描述的那么顺利，但事情最终会沿着这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方向发展。进入行业、获取超额价值的诱惑力非常强大，这一过程只有等市场收回免费午餐的时候才会停止。

这个过程也可以沿着相反的方向发展。如果先入者的市场价值大大低于10亿美元的重置成本，那么现有的生产商就会停止购置资产。生产能力会一直下降，直到价格上涨或销售量上升，产生足够的利润，从而使先入者的市场价值回到10亿美元时才会停止。因而，资产价值从战略角度来讲等同于公司的自由进出价值[⊖]（没有竞争优势，竞争环境平等）。对于这些公司来说内在价值就是资产价值。

这样，对于福特公司来说，按照格雷厄姆和多德的理念计算出的资产重置价值能够说明很多重要的事情。除非公司管理不善损害了公司的价值——这种情况并不是没有听说过——福特公司的价值至少等于这个可识别的资产价值。但是如果没有进入壁垒或没有竞争优势，那么它的价值只能等于资产重置价值。

3.2.2 要素2：盈利能力价值

公司内在价值第二个最可靠的衡量标准就是格雷厄姆和多德提出的第二个计算公式，即现有收益经过适当调整后得到的价值。这一价值比根据未来收益或现金流估计出的价值更具有确定性，与过去的收益相比，它与现在的收益相关性更强。要想把现在的收益转化为公司的内在价值，就需要我们对现有收益与未来收益之间的关系及资本成本进行假设。由于我们需要依赖这些假设，所以以收益

⊖ “自由进出”不同于“商品”。我们会在第5章讨论特许经营权价值时说明两者的区别。通常情况下，生产差别产品的行业通常是自由进出的，但是资产定价是相同的。我们没有指出先入者生产的是商品还是差别产品；如果没有持续性的竞争优势，两者没有区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为基础估计出来的内在价值比以资产为基础估计假设的可靠性肯定要差一些。

传统的格雷厄姆和多德收益假设有：①经过调整的现有收益与可分配现金流的可持续水平相等；②收益水平在未来无限长的期间内保持固定。根据这两个假设，公司的盈利能力价值（*EPV*）可以用下式表示：*EPV* = 调整后的收益 × 1/*R*，其中 *R* 是现在的资本成本；由于假设现金流相等，增长率 *G* 就为零。收益的调整（我们将在第 5 章详细讲解）包括：

（1）纠正对会计概念的错误理解，例如人们认为经常发生的一次性支出与正常的运营无关。对它的调整包括：在调整前找出报告收益应当承担的支出的平均比例，在按比例调整之前减少当年的报告收益。

（2）解决会计师报告的折旧、摊销与公司为恢复年初资产水平而进行的再投资的实际数量之间的差异。对它的调整应减去或加上这部分差额。

（3）考虑经济周期及其他暂时性因素的影响。对它的调整就是在高涨期减少报告收益的水平，在衰退期增加报告收益的水平。

（4）考虑其他方面的修正，这部分我们在第 5 章进行讨论。

我们的目的就是通过对收益数据的调整计算公司可分配现金流的准确数值。需要强调的是：我们假设现金流的水平能够持续下去并且保持不变。虽然按照这种方法计算的盈利能力价值比纯粹的资产定价的可靠性差，但是它比假设固定增长率和资本成本率的现值定价法更稳定。虽然盈利能力价值的计算公式与我们前面批判的多重定价法相似，但是它具有以现有信息为基础和不受未来不确定性假设影响的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，公司的盈利能力价值与其战略地位有着密切而且重要的联系，使二者相联系的就是资产的重置成本。我们认为具有经济存在价值的行业共有三种可能的情况。第一种情况，公司的盈利能力价值远低于资产的重置价值。在这种情况下，公司管理层不能用资产创造出应有的收益水平。解决方案就是改变管理层正在进行的工作。第二种情况，公司的盈利能力价值与资产的重置价值基本相等。当行业中不存在竞争优势时，这种情况就会出现。如果研究成本结构和客户需求的分析家们支持这一结论（我们将在第5章讲解这种竞争优势），那么资产定价模型与盈利收益价值两种方法就可以相互支持，这就增强了我们对这两定价方法的信心。

这里，我们忽略了收益的未来成长性的价值。但是，我们有理由不去关注它，这是因为当我们对公平竞争环境下运作、不存在竞争优势和进入壁垒的公司进行定价时，成长性是没有价值的。这些公司的资本收益率等于获取这些资本的成本。这样，无论公司在未来是否增长，与资产价值相等的盈利能力价值决定了公司的内在价值。

第三种情况，如果计算正确的盈利能力价值明显高于资产的重置成本，那么我们就可以看出这个行业存在严重的进入壁垒。壁垒以内的公司可以获得比不存在竞争壁垒情况下更高的资产收益。要想使盈利能力价值成立，那么这种进入壁垒必须能够无限期延续。

盈利能力价值与资产价值之间的差额就是公司所享有的特许经营权价值。现有公司的竞争优势构成了对后入者的竞争壁垒，它保证了现有公司的利润不受竞争的侵蚀。这些优势和壁垒由公司的特许经营权带来。实际是这三个术语描述的是同一基本现象。特许经营权的概念特点是它能使公司获得比其购买资产所需投资更多的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入。*EPV* 比资产价值更大；两者的差额，我们说就是特许经营权的价值。因此，公司的内在价值就是公司资产的重置成本，它等于公司的盈利能力价值，或者是公司资产加上公司特许经营权所带来的竞争优势。

在确定两者关系时，我们首先要判断公司现在是否有竞争优势，如果有，竞争优势有多大，能够持续多久。这是一个我们很容易就可以作出的判断。我们预测福特公司在未来二三十年里不会形成新的竞争优势。我们可能会被证明是错误的，但是从汽车行业的竞争史来看，我们应该这样判断。可口可乐公司的情况正好相反。它享受了100多年的超额利润。我们认为可口可乐公司的竞争优势在可预见的未来可以维持下去是有道理的。

3.2.3 要素3：成长性的价值

成长性对公司内在价值有什么影响呢？我们把成长性问题分离出来有两个原因。首先，成长性作为价值的第三个要素是最难估计的，特别是要预测未来很长一段时间的增长率更难。未来增长率的不确定性通常是现值法定价容易出错的主要原因。将此要素分离，我们就可保证其无法影响到资产定价法和盈利能力定价法所需的可靠信息。

其次，在许多常见情况下，销售的增长率，甚至利润的增长率并不影响公司的内在价值。这一陈述看上去好像与"增长有益"这一关于销售和利润的至理名言相矛盾。但是，正如我们在前面所解释的，公平竞争环境下的成长性没有价值。有必要解释为何如此。销售的增长(增加公司的净收入)似乎意味着投资者获得了更多的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。但是成长性通常要由更多的资产——更多的应收账款、更多的存货、更多的设施和设备——来支持。这些额外资产如果未被更高的自发负债[⊖]所抵消，就需要追加投资，要么使用留存收益，要么借款，要么发行更多的股票。这将减少可用于分配的现金数量，从而减少了公司价值。对于那些不受进入壁垒保护，从而无法享受可持续竞争优势的公司来说，新投资产生的收益仅足以冲销投资成本，净收益为零。

再回到前面在公平竞争环境下经营的公司的例子。在自由进出的情况下，10 亿美元的投资应该产生 10 亿美元的附加价值。对于筹足 10 亿美元扩展业务的公司来说，资本成本吃掉了新投资所带来的所有收入。它的内在价值没有增长。对于处于竞争劣势的公司（例如那些处于进入壁垒以外，但仍坚持经营的公司），过度增长实际上会降低公司的价值。我们将在第 5 章详细讨论这种现象。只有那些在市场中处于竞争优势的公司的成长性才能创造价值。

当公司的盈利能力价值明显地、持续地超过资产价值时，成长性才可能创造价值。如前所述，只有特许经营权价值才能创造成长性价值。因此，判断公司特许经营权或竞争优势或进入壁垒的存在性和持续性是评估成长性价值的关键。公司在行业中的战略地位与公司内在价值的源泉之间有着直接的联系。当成长性价值为正值时，要计算成长性价值很困难。成长性定价的不确定性不能被完全消除。然而，我们知道在许多情况下，成长性价值为零（没有特许经营权）

⊖ 自发负债指的是公司在经营过程中产生的负债：应付账款、应付工资、应计费用、应交税金，有时还有其他一些项目。我们不是由正式合同产生的，通常也不需要公司为此支付利息或分配利润。当业务扩展时，应收账款和应付账款也会跟着增加。如果应付账款的增长被应收账款的增长所抵消，那么就不需要再追加资本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或更少(处于竞争劣势)。通过关注特许经营权的战略性因素，就可更好地估计特许经营权条件下的成长性价值(我们将在第 7 章进行讨论)。成长性是最不确定的价值因素，因此也是格雷厄姆和多德型投资者最不愿意支付高价的价值因素。

3.3 格雷厄姆和多德理论中要素定价法与战略定价法的结合

我们用图 3-1 来总结格雷厄姆和多德要素定价法对拥有特许经营权的公司的定价。第一条代表资产价值。在自由进出、没有竞争优势的条件下，资产价值就是公司的内在价值。

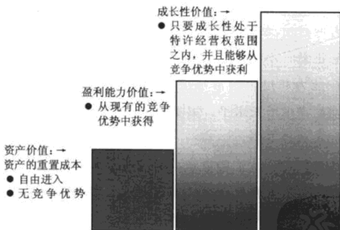


图 3-1 三条价值

第二条是盈利能力价值与资产价值之间的差额。它代表公司特许经营权的价值。在此可将先进的管理看作某种形式的特许经营权价值，也许它不如纯粹的竞争优势持久。对这一条价值的估计不如对资产价值的估计可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三条是具备特许经营权的成长性价值与盈利能力价值的差额。在所有估计中，这个价值是最难估计出的，也是最不可靠的。投资者可以推断：公司的内在价值处于这一条价值的某个地方，然后把它(做出适当扣除以保证一定的安全边际)与市场价值相比较就可以看出特许经营权是否有意义。但是，投资者将会明白得出这一结论需要多么详细的行业知识和多么准确的判断。与净现值法(甚至包括了敏感性分析的净现值法)相比，他可以更好地理解自己的钱花在什么地方。

定价的每一个要素——资产、盈利能力和成长性——在各自的应用领域都是有用的，但是要想更好地洞察公司价值就需要对三者进行比较，特别是将资产价值和盈利能力价值进行直接比较。公司的资产价值——资产的重置成本——大于经过准确计算的盈利能力价值。只有两种情况会导致这样的结果。第一种情况，公司管理层的管理效果很差，不能使资产获得应有的收益。另一种情况是整个行业的生产能力超过了正常水平。要么是由于生产能力扩张过快，超过了预期的需求增长水平，要么是由于生产能力不能及时削减以适应需求的永久性下降。

通过认真调查，我们能够确定到底是管理不善的原因还是生产力过剩的原因。如果是因管理不善，那么公司的潜在价值可以通过某种催化剂，例如接管甚至职位撤换来解决，这样可以使公司中引入新面孔，或者使现任管理者的注意力集中。如果问题是生产力过剩，公司价值的增长速度不会超过新增需求消化吸收过剩生产力的速度或过剩生产力随资产损耗而缩减的速度。在这两种情况下，真正的价值投资者会忽略较高的资产价值，而使用较低的盈利能力指标作为公司内在价值的衡量尺度。当市场价格远低于公司内在价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而提供了足够的安全边际的时候，价值投资者也会愿意购买股票。资产价值和盈利能力价值之间的差额既是一种机会，也是一种警告。如果差距能够通过更好的管理而缩减，那么公司的内在价值会增加，由于收益的增长，这很快就会反映在市场价格上。相反，如果资产不能创造收入，也许这就意味着公司处于竞争劣势。此时若是公司追加投资以提高增长率，这不但不会增加价值，反而会破坏价值。

当资产定价法和盈利能力定价法得到的结果非常接近时，我们就可以确信我们对公司内在价值的估计是正确的。这两种方法的一致性表明公司的管理质量平平，公司不享有相对于竞争对手的竞争优势。这种情况可以直接被验证。当公司内在价值与市场价格之间存在足够安全边际的时候，价值投资者就会购买股票，他们不会对公司的未来增长赋予任何价值。

最后，如果公司的盈利能力价值远远高于资产价值，那么这一差额的产生可能源于先进的管理，也可能是从明显的竞争优势中获益。在任何存在大量竞争性企业的情况下，总有一些公司会拥有独特的管理技术。这一优势已经反映在较高的盈利能力上了。公司的盈利能力只能随着公司未来管理质量的下降而下降。因而，由于意识到公司的管理质量将不能得到改善，反而可能恶化，一个现实的价值投资者将会对盈利能力价值进行负向的调整。从短期来看，先进的管理可能会从成长中挤出价值。但是，除非价值投资者确信公司先进的管理层是年轻的、健康的、忠诚的、卓越的，否则他不可能向公司支付完全的盈利能力价值以期待公司未来的盈利性增长为他提供足够的安全边际。

另一种更普遍的、用于解释盈利能力价值高于资产价值的理由就是进入壁垒的存在。公司享有明显的相对于竞争对手的优势，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而可以获得比公平竞争情况下更高的资产收益率。我们把这种额外的盈利能力称为公司的特许经营权价值。关键问题是特许经营权有多大，能持续多久。我们将在第5章讨论特许经营权以及如何评估特许经营权的持续期。

特许经营权的价值不仅在于它对现有收益能力的影响，而且在于它对营利性增长的可能性的影响。惟一能够增加公司内在价值的增长类型是拥有特许经营权的增长——由于公司拥有竞争优势，因而它能够获得高于资本成本的收益。如果价值投资者发现公司拥有特许经营权，并预计能够发展特许经营权，那么他可能就会向公司支付完全盈利能力价值以期待成长性价值带来足够的安全边际。

如前所述，净现值法在理论上是正确的，可以适用于任何能够产生现金流的资产的定价。不幸的是这种方法有两个缺陷：①它把以可靠信息为基础的估计与以不确定假设为基础的估计掺杂在一起，因而影响了结果的准确性；②它有赖于对未来事件的准确估计。而另一种方法更强调现有信息和基本竞争条件。它取决于所掌握的有关特定行业和资产的具体知识。除非对未来的预期是以现有资料为基础的，否则它并不重视对未来的美好预期。这就是格雷厄姆和多德价值投资定律。在投资高潮期，价值投资者在估计内在价值时显得保守和悲观。当现代技术或其他创新表明一些前沿公司拥有无限美好的未来(这种公司一旦在第一个季度盈利，那么这种盈利就可以持续几个季度)时，价值投资对资产价值和盈利能力价值的要求就显得有点过时。但价值投资者明白有些游戏是他们不擅长的，惟一明智的选择就是不去参与。他们信奉的座右铭是“用知识减少不确定性”。这一座右铭发挥了很好的作用，无论未来的财富看上去多么诱人，放弃这条原则、买入预期的未来财富是愚蠢的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.4 附录：未来现金流的现值

把未来某一时间收到的资金转变成今天的等价资金的过程叫做贴现。贴现参考了这一事实：相对于未来1美元的承诺(即使有铁打的保证)来说，人们更喜欢今天的1美元。如果我们把钱存在银行，银行会支付我们利息，其他资金筹集机构也是如此。如果利率是8%，银行在一年后就应退回1.08美元。在利率是8%的情况下，一年后的1.08美元与今天的1.00美元是等价的。换种说法，1.00美元是一年后的1.08美元按8%贴现后得到的现值。两者的基本代数关系为1.00美元×(1+0.08)=1.08美元；1.08美元×[1/(1+0.08)]=1.00美元。1/(1+0.08)就是贴现因子。我们可以把贴现率看成是利率的倒数，它是把未来的资金折算成现值的比率。和利率一样，贴现一部分是为了补偿通货膨胀的损失，余下的是对风险和放弃现金的补偿。

在利率为8%，并按复利计算的情况下，今天的1美元在两年后就值1.00美元×(1+0.08)×(1+0.08)，也就是1.164美元。相反，两年后的1美元按8%的贴现率的现值就是1.00美元×[1/(1+0.08)][1/(1+0.08)]或0.857美元。我们等待的时间越长，未来现金流现值就越小。这一关系即表达了时间价值的概念。它允许我们把一系列的未来价值转化为今天的价值。我们所需要的两个变量是时间(它通常按年计算)和利息率或贴现率。利息率和贴现率指的都是人们愿意放弃资金而换取资产时的利率。与此概念相似的其他表述有收益率(投资者要求的回报率)和资本成本(资金的使用者应该支付的报酬)。未来1美元的现值的一般表达式为 $PV=1$ 美元 $\times 1/(1+R)^T$，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中 R 表示每年的资本成本（或回报率），用百分比来表示，T 是支付前的年数。

我们以债券为例来解释它是怎么计算的。我们买入面值为 1 000 美元的 10 年期国债，为简化计算，假设每年年底我们可获 80 美元。在第 10 年的年末，本金将被偿还。给定这些支出流后，债券的现值是多少呢？如果回报率是 8%，那么国债的现值恰好是面值 1 000 美元，计算过程见表 3-1，其中，贴现因子 $= 1/(1+R)^T$。

表 3-1 国债现值的计算过程（$R=8\%$） （美元）

年数	支付值	贴现因子	现值
1	80.00	0.93	74.07
2	80.00	0.86	68.59
3	80.00	0.79	63.51
4	80.00	0.74	58.80
5	80.00	0.68	54.45
6	80.00	0.63	50.41
7	80.00	0.58	46.68
8	80.00	0.54	43.22
9	80.00	0.50	40.02
10	1 080.00	0.46	500.25
			1 000.00

由于债券支付的利息为 8%，因此数值恰好相等。这与我们要求的或从其他投资能够得到的回报率相等。但是，假设债券发行后，某种投资的利率上升到 9%。9% 就成为我们要求的回报率；我们不想拿的比别人少。那么债券的现值会发生什么变化呢？惟一的变化是现在的 R 变成 9%，但债券的现值却下降了 64 美元，见表 3-2，其中贴现因子 $= 1/(1+R)^T$。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-2 国债现值的计算过程（$R=9\%$） （美元）

年数	支付值	贴现因子	现值
1	80.00	0.92	73.39
2	80.00	0.84	67.33
3	80.00	0.77	61.77
4	80.00	0.71	56.67
5	80.00	0.65	51.99
6	80.00	0.60	47.70
7	80.00	0.55	43.67
8	80.00	0.50	40.15
9	80.00	0.46	36.83
10	1 080.00	0.42	456.20
			935.82

现值与净现值惟一的区别在于后者包括了初始现金流，它通常指在第零年时支付的现金。在第一个例子中，我们为债券支付了1 000美元，这是一笔负现金流，不受贴现因子的影响，因为它发生在现在。现金流的净现值为零，这意味着我们只收回了在数值上等于我们当前支出的现值。如果利率上升为 9%，我们仍然对息票为 80 美元的票据支付 1 000 美元，那么这项投资的净现值就是负值，因为我们收回的资金的现值是 935.82 美元。投资的重要原则之一就是不要投资现值小于零的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 资产评估

从账面价值到重置成本

格雷厄姆和多德定价模型的第一步就是计算公司的资产价值。对于许多传统的价值投资者来说，这是惟一的一步。但是即使在这一步中，投资者也要对信息的可靠性及公司和行业的战略状况作出判断，以便对资产价值做出准确的计算。

投资者要作出的战略判断包括对公司所在行业的经济生命力的判断。如果行业在走下坡路，那么公司的资产价值应该以清算资产为基础进行计算。由于不存在为满足特定行业需要而制造的资本商品的市场，因此这些商品通常要分拆出售。相反，如果行业是稳定增长的，资产损耗后就要重置。这些资产应该按重置成本进行估价。

可靠性问题在很大程度上是投资者在资产负债中选择多少项目的问题。本杰明·格雷厄姆在定价模型中只选择流动资产（现金、应收账款、存货等），这是一种极端情况。这些资产无论是按清算资产还是按重置成本计算都不会产生很大的误差。随着格雷厄姆定义的实净股票（市场价格小于流动资产减所有负债的股票）的消失，现代价值投资者把设施、不动产、设备，甚至产品组合、客户关系、品牌形象、员工素质等无形资产也包括在其定价模型中。误差也就相应地扩大了，评估这些资产，特别是无形资产需要很高的技能和想象力。当然，只有对那些处于具有经济生命力的行业中的公司，这种努力才是值得的，对于那些很快就会退出舞台的行业来说，无形资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产是没有价值的。

4.1 待售资产：清算价值

我们要问的第一个有关公司资产价值的问题是公司所处的行业是否具有经济生命力。如果行业没有未来，那么这个公司也没有前途。在这种情况下，收入将会缩水，从而降低那些无法转让的资产的价值，特别是那些专用设备，以及机构资本和客户关系等无形资产。如果行业非常繁荣，即使是没落的公司也可以把可转让资产以很好的价格卖给行业中的成功企业。

当公司自身的盈利能力直线滑坡的时候，当它面临破产法某章中列举的某种形式的财务压力的时候，当公司所处的行业毫无生机的时候，公司的价值不会高于资产的清算价值。表 4-1 列举了一家处于破产边缘的公司的资产负债表。

在 1997 至 1998 年间，公司的留存收益下降了大约 4 000 美元，使得公司的净价值降到零以下。也许这只是暂时的挫折，公司能够说服贷款人展期。我们不能从这些零碎的信息中看出这一点，但我们并不在乎。如果公司要被清算，我们需要做的只是估计资产的价值，见表 4-2。

表 4-1 In the Red 公司资产负债表 （美元）

In the Red 公司资产负债	1998 年	1997 年
资产		
流动资产		
现金	150	145
流通证券	25	70
应收账款	1 667	1 525

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

In the Red 公司资产负债	1998 年	1997 年
存货	2 329	2 250
流动资产总计	4 170	3 990
不动产、厂房及设备（净值）	7 500	7 750
商誉	2 250	2 400
递延税款	150	155
资产总计	14 070	14 295
负债和所有者权益		
流动负债		
应付票据	2 200	0
应付账款	1 417	850
待摊费用	1 250	725
长期负债的流动部分	520	500
流动负债总计	5 387	2 075
长期负债	9 500	9 250
递延税款	125	150
优先股	350	350
实收资本	850	850
留存收益	－2 141	1620
负债和所有者权益总计	14 070	14 295

表 4-2 虚构公司的资产和清算价值

资产	1998 年/美元	实现的比例(%)	价值/美元
流动资产			
现金	150	100	150
流通证券	25	100	25
应收账款	1 667	85	1 417
存货	2 329	50	1 164
流动资产总计	4 170		2 756
不动产、厂房及设备(净值)	7 500	45	3 375
商誉	2 250	0	0
递延税款	150	0	0
资产总计	14 070		6 131

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对现金和流通证券，没有必要在账面价值的基础上进行折算，因为证券是短期的或者已经被“盯市”的。应收账款的账面价值也许不能完全恢复，但是由于这是商业债务，有很多专家知道如何收讨，我们估计能够收回账面价值的85%。存货能够收回多少资金取决于存货的类型。对制造企业来说，越商品化的存货，销售折扣越小。相对于棉纱T恤衫来说，那些扎染的T恤衫就要削价处理。相反，如果存货是去年的滞销玩具，那么就需要雇人把它们拉走。在本案例中我们估计能够收回存货账面价值的50%。如果存货具有特殊用途，那么定价就会相当的低。在这种情况下，存货的价值是整体定价的关键，应该邀请专业的评估师来确定其价值，因为他的计算结果要比我们的简易计算更准确。

不动产、设施和设备的定价也是如此。详尽的不动产和设备知识是形成准确估计所必需的。相对于账面价值来说，通用资产(例如办公楼等)的价值要比专用资产(例如化工厂等)高得多。为了简化估价，我们把设施、不动产和设备的的价值削减为账面价值的45%；如果这条分录很重要，我们可以另聘一位专家来评估。我们不为商誉赋予任何价值，它只代表着公司在收购过程中支付的超过公平市场价值部分的价格⊖。递延税款资产(公司预计在今后能够从国税局收回的还款)会被递延税收负债所抵消。把这些数据加总在一起，流动资产价值2 756美元，不动产、设备和设施价值3 375美元，总计

⊖ 理论上讲，商誉的会计分录代表着收购无形资产的成本，例如，产品、客户和市场地位等，这些都是实际存在的，但是并不出现在被收购企业的资产负债表上。处理商誉价值的方法就是识别不同会计分录所隐含的有形衡量标准——产品线、客户数量、职工素质或可能接近人群的人口数量——然后分别给它们定价。但是对于没有经济生存价值的行业中的公司，高度专业化的资产不可能再具有明显的价值，因而商誉的净价值是零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 000 多美元。

谁会投资这家公司的证券呢？当然不是传统的股票购买者。但是如果投资者是购买坏账的专家，还是有获利空间的。虽然看上去如果公司被清算，就肯定不会剩下多少钱用于偿还普通股和优先股的所有者，但是债权人可能会得到补偿。因为即使应付账款和应计支出全部按账面价值偿还，总计也只有 2660 美元，债务的账面价值总共有 12220 美元，由于公司现在所处的状况，债券肯定会大幅减值。如果减值幅度足够大，不动产、设施和设备还有足够价值的话，对于坏账和清算价值方面的专家来说还是有获利机会的。

4.2 营业中企业的资产：进入行业需要多少资产？

许多清算价值如果不是以急销价格为基础计算的，就是以资产的低效使用为基础计算的。我们以资产为基础评估公司的价值的目的是为了确定资产的经济价值是否在公司证券市价上得以准确的反映。机会就存在于价值与价格之间的差异中。我们已经做了一个案例，案例中的公司处于一个具有经济存在价值的行业，资产的经济价值就是重置成本，也就是潜在竞争对手要进入该行业所需付出的成本。我们怎样评估这些价值呢？

我们从另一个假想的公司开始入手，这个公司开发并生产用于计算机、通讯工具和其他电子设备上的尖端专用连接器。表 4-3 列示了该公司公开会计报表中披露的资产信息。

我们需要对数据进行哪些调整以获得公司的重置成本呢？现金资产保持不变，不用作任何调整。对于流通证券，我们必须找到现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在的市场价格。如果证券没有流动性，要找到市场价格就很困难，但是一般来讲，流通证券仅指那些频繁交易的证券。从应收账款开始，计算工作就繁琐起来，账面价值必须向上或向下调整才能获得更加现实的重置成本。公司财务报表中报告的应收账款可能包括一些永远都不能收回的部分。新成立的公司更可能遇到客户由于某种原因不能付款的情况，所以重置应收账款的成本可能要比账面价值高。许多财务报表会指出需要扣除多少才能得到现在的净值。这个数值可以加回去或者使用类似公司的平均值。

表 4-3 对虚构公司资产的调整

资　　产	账面价值	为取得重置成本进行的调整
流动资产		
现金	2 250	无
流通证券	6 750	无
应收账款(净值)	31 250	加回坏账准备；调整托收款
存货	25 000	增加后进先出储备(如有)；调整营业额
预付费用	5 900	无
递延税款	4 250	折现成现值
流动资产总计	75 400	
不动产、厂房及设备(净值)	54 000	原始成本加调整额
商誉	26 250	与构造资产组合及研发成本相关
资产总计	155 650	

存货的定价则更加繁杂。报告的数值可能太高，也可能太低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们应该注意：如果公司今年的存货量等于 150 天的销售量，而以前平均只有 100 天的销售量，那么这额外的 50 天可能代表着无法销售或者只能按出清价格出售的存货。在这种情况下，把重置成本调低是合理的。相比之下，如果公司用后进先出法(LIFO)记录存货成本，并且存货的销售价格在上涨，那么存货的重置成本就比公布的数字高。这个差额就是 LIFO 储备，也就是重置成本高于报告成本的数额。新的存货不能按去年的价格来计入今年的存货，因此我们必须支付更高的成本才能重置这部分存货。

预付账款和租金、保险一样，其金额就是实际数额：数量很小但很真实。预付账款一般不需要调整。递延税款作为一种资产指的是能够从政府收回的资金或税收扣除。由于我们偏好当前的资产价值，所以我们应该取得税收扣除或还款的时间表以便计算它们的现值。在本例中，递延税款作为流动资产列示；这家公司预计它在年内能够将其兑现。但是它也可能成为非流动资产，在这种情况下，现值分析具有更加重要的意义。

我们对流动资产账面价值的调整在大多数情况下并不重要，毕竟这些资产是流动性的，因为我们预期这些资产能够在一年内兑现。所以用不了多长时间，报告成本与重置成本的差异就会弥合。当我们考查非流动资产或固定资产时，情况会有所变化。1965 年每英亩价值 1 000 美元的土地——当时购买是因为它便宜，很宽阔，而且与劳动力市场很近，尽管它远离豪华的饭店——现在可能离两条跨州高速公司的交汇处只有 200 米，因此也就成为货运公司和其他公司眼中理想的资产，因为它交通便利。我们公司拥有 1 000 英亩；上个月类似位置的土地售价是每英亩 7 500 美元。这块地至少也能值这么多钱，因为它的交通更便利，或者我们可以把它卖掉，然后换个经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营场所，赚取其中的差价。在这两种情况下，账面价值与重置成本或直接销售的净收益之间的差额足以吸引我们的注意。

不动产、设施和设备的报告价值一般是扣除累计折旧后的净额，对于大部分公司来说，它们是最大的非流动资产。虽然它们在资产负债表中被列在一行，但是它们相互之间是有区别的，它们的重置成本与账面价值之间的差异程度也是不同的。土地作为不动产并不折旧。不动产定价的三个关键原则(例如，位置等)决定了土地的实际价值可能要比账面价值高得多。公司可能会卖掉不动产或改变不动产的用途来获得这部分附加价值。此外，新加入者可能要额外支付一笔资金才能获得同样的资产，但是也许不会超过它的市场价值。不论在何种情况下都需要对账面价值进行调整[⊖]。

设施可指代不同的投资。它可以指建筑，例如工厂、办公楼、班戈至贝克斯菲尔德沿途的汽车旅馆或者化工厂。它也可以指公司安装的联接全国各大城市和国外城市的光缆。公司设施的账面价值和重置成本的差异可能是非常巨大的，这有两方面的原因。首先，公司用以减少设施价值的折旧与资产实际经济价值情况差异很大。建筑物的价值可能要折旧30年才能降到零，而实际上它的市场价值和重置成本却在上升。对我们的经济起着举足轻重作用的电讯基础设施也面临相同的情况：光缆能够持续使用几十年，但是公司已经把它的账面价值降到了零。其次，通货膨胀也能严重扭曲设施的价值。我们今年对资产经济价值使用所提取的折旧是以历史成本为基础计算的。我们可能因为低估实际支出从而高估了收入。相反，我

⊖ 如果土地的市场价值超过了重置成本，这种情况就有点像一个公司拥有比开展业务需要量更多的资金。新加入者不必支付这部分差额，但是这部分附加的现金或更高的市场价格当然会增加公司的资产价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的竞争对手必须按今天的价格来购买资产；他们的成本将反映物价的上涨。

设备也许是容易计算重置成本的。它在整个寿命周期内提取折旧，如果它的寿命周期延长，那么我们就把握了先机。电动传感器和其他一些创新使现在设备的生产效率大幅提高，新入者在设备采用方面比现有企业更有优势。现有企业的账面价值可能夸大了实际的重置成本；没有人会按这个成本来重置设备。对设备价值的调整需要一个一个案例的分析，这主要取决于我们所掌握的有关公司和行业的具体知识。对设备项目的调整和设施调整一样，可以上调也可能下调，但是不太可能很大。

公司长期资产中的商誉一般来讲并不代表公司多年来累积的有关诚实、慈善和公德心等方面的声誉。当公司收购另一家公司，并且支付的金额超过公司资产减负债后的公平市场价值时，通常要把商誉的价值加入到资产价值中。两者的差额计入商誉账目，商誉的价值会在很长的期限内从收入中按年摊销。摊销会降低公司的收入。由于它不需要支出现金，所以它只是为了把收入转化为现金流而进行的调整。我们的问题不是年度现金流而是新加入者的商誉的重置成本。我们能因为它是无形的就完全忽略它吗？或者我们必须认真地分析以确认它是否代表着经济价值吗？

分析总是能带来成功的。假设你的公司要收购整个可口可乐公司，包括每一股股票，第一桶糖浆，每一个受版权保护的标语和每一个红色标志。在 20 世纪 90 年代，可口可乐公司(KO)的股票价值是账面价值的 6 至 26 倍。如果你有足够的资金完全收购可口可乐公司，那么你的资产负债表上最大的一个账目几乎肯定就是商誉。它在经济上没有价值吗？当然不是。每一个潜在的竞争对手必须支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

昂贵的品牌、消费者忠诚度、分销网络以及其他使可口可乐公司成为世界上数一数二的特许经营商的要素的价值。公司最大的价值就是商誉，否则它怎么能通过卖有色糖水就能赚这么多钱呢?

但在有些情况下，公司商誉的经济价值就值得怀疑。由于考虑到竞争的威胁或者由于某些宏伟计划的失败，公司为收购企业支付了过高的成本；也许这本身就是一个错误。商誉分录列示了为购买其他企业而额外付出的金额，但是它并不代表经济价值。新加入者没有必要为了竞争而重置商誉。商誉代表着前期的错误，我们在计算以资产为基础的公司价值时忽略商誉价值是合理的。那么，“商誉到底有价值吗?”答案取决于商誉的来源，为此我们必须掌握所需的信息和行业知识。

商誉的出现是因为公司接管或其他交易使得公司需要将之加入账目以保持资产负债表的平衡。使被收购企业的价值超过有形资产的公平市场价值的这类商业行为(例如，每年支出研发投资、广告费、品牌促销费和客户发展费等)即使在公司不被收购情况下也是有价值的。潜在的竞争对手要想重置我们所说的那些不体现在资产负债表上的隐含资产，就必须在研发、广告和客户关系方面大量投入。为了确定公司的内在价值，我们需要一种计算这些潜在资产价值的方法。

研发费用主要是为了发明、设计和生产用于销售的商品和服务。许多公司没有研发支出；另一些公司在研发方面投入大量资金，这些资金不体现在损益表中，但是会在附注中加以说明；还有些公司把研发费用与商品销售成本和一般管理费用分开单列一个分录。虽然存在着例外情况，但普遍规律是，技术水平越高，研发费用越高。表 4-4 列举了一些大公司研发费用占销售收入的比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-4 美国主要公司的研发费用 （%）

公司	1997	1998
波音公司	4.2	3.4
思科系统公司	18.7	19.1
可口可乐	1.7	1.5
Eli Lilly	16.2	18.8
通用电器	1.7	1.5
IBM	5.5	5.5
Merck	7.1	10.7
微软	16.9	17.3
Pfizer	15.4	16.8

资料来源：计算机统计数据带。

新加入者需要投资多少年的研发支出才能取得现有公司已经创造的价值呢？那取决于产品能够创造多久的销售收入。波音的总体研发支出相对于其他大部分公司来说是贫乏的。但是我们发现在飞机产品组合中每种飞机构架的平均寿命周期是 15 年，要达到波音目前的产品范围，我们需要投入 15 年的研发费用，这相当于波音现在年销售量的 50% ~ 60%。医药公司的进入壁垒甚至更高。即使一个盈利性药品的生命周期只有 5 年——虽然专利保护期限在药品投入商业销售之前已经开始计算，但是我们知道专利保护期限实际上长于 5 年——我们至少也要花费一年收入才能复制出公司的药方。

培养客户关系的成本也是高昂的——这部分成本从来就不能算作是资产。虽然对于外人来说，这方面的信息很难获得，但是在第一笔交易做成之前，一个运作良好的公司知道它需要花多长时间才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能发展一个新的客户。我们把在定单签订之前花费的销售费用看作是一种在长期业务关系方面的投资，其中一部分永远都不会带来经济收益。一个新的竞争对手不可能从一开始就有一堆商业定单和一群忠诚的客户，他们必须建立客户关系。这项费用的多少取决于我们所处的销售周期：在公司接受定单、做出销售之前，需要支付多少个月的销售费用和一般管理费用。此外，建立相应的内部机制也要花费时间。这些机制，包括信息技术、人力资源政策和其他一些单调但非常重要的流程，对于客户关系的建立是至关重要的。没有一个公司会像雅典娜那样刚出生时就全副武装。所以我们需要在资产重置成本中加上一定倍数的销售费用和一般管理费用，在大多数情况下是一到三年的销售费用和一般管理费用。

还有其他一些有潜在价值的资产并没有反映在公司的报表中。公司可能会从政府机关获得在一定区域经营的许可证，例如，从事电视、广播的权力，在特定地点出售饮料的权力或经营赌场的权力。它可能持有很难甚至不可能重置的特许经营权；专业运动队的所有者需要特许经营权才能参加联赛。可口可乐的装瓶商必须有特许经营权才能浓缩物转化为苏打水。许可证和特许经营权的持有者向第三方处置许可证和特许经营权的权力是有限制的，其中限制最严的就是新入者为了参与竞争所必须购买的资产。当然，其中有一些在征得许可证或特许经营权的授予者同意之后是可以转让的。

为许可证和特许经营权分配价值的最保险的方法就是看自由市场中出售类似权利的理性购买价格。很多方法都可以用来比较看似不同的情况。“每”字经常用到：每定购商价格，每地区人口价格、每箱价格、每座位价格。自由市场中最近的销售价格是评估公司持有的许可证和特许经营权价值的标杆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以用同样的方法来评估公司中附属业务的价值。自由市场中类似业务的购买价格可作为评估附属业务价格的基础。这里我们不需使用每定购商价格或其他经营数据，标准的方法是使用现金流的某种乘数，例如 EBITDA。例如，一家财产和人寿保险公司购买或开展了一项辅助业务：为保险调停人提供有关汽车零件价格和供应情况的在线信息。所有支付了定购费和使用费的保险公司都可以利用这项信息。虽然它服务于保险行业，但这项辅助业务是一项完全不同于保险的业务。它的成功与保险的谨慎态度及投资的高超手段毫无关系。它是信息服务的提供商。由于它是通过网络提供服务的，这就提高了它的吸引力。为了计算它对整个保险行业的价值，我们有理由把信息附属业务的收益和资产分解开来，按照类似的信息服务公司在市场上的售价进行定价。也许保险公司会利用网络业务所特有的高市盈率乘数卖掉这项业务，或者将其分拆出去，再回购一部分股权。无论它决定怎样做，公司的价值都会因为持有这项业务而得到提高，所以这项业务值得重新定价。

资产是资产负债表的一部分，剩下的一部分是负债。会计学中最古老的原理就是资产必须等于负债加上权益资本。从算术的角度来讲，这是因为权益资本就是资产扣除负债后剩余的部分，所以说资产负债表是按照定义来平衡的。但从财务的角度来讲，这样做是因为负债和权益资本是资金的源泉，而资产是资金使用后的体现。如果我们的任务是以资产的重置成本为基础确定公司的价值，那么我们真正想知道的就是投资者或商业人士愿意支付多少钱来购买或者重置这部分资产。要得到答案，我们必须检查资产负债表中的负债。

为了达到这个目的及其他目的，我们有必要将负债划分为三种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类型。第一种是正常的业务运转过程中自然产生的负债，包括对供应商的应付账款，对员工的应付工资成本，对政府应交的税金及其他一些应计费用。这些费用大多是流动负债，一年内就会到期。它代表着商业信用，公司不必支付任何利息。供应商因害怕商家推迟付款就不接受新的定单是不合情理的，因为自发负债越多，公司进行资产融资所需要的投资就越少。我们只要从总资产的重置价值中扣除负债的账面价值，就可以计算出净资产的重置成本。这是新入者必须支付的公司资本。

第二种负债与新入者无关，而是由过去的行为引发的负债构成。例如，递延税款负债或由负面法律裁决引发的负债(例如,某公司违反了法律,应付罚款和结算费用)，这些负债可能与新入者无关。税法可能已经改革了，或者该公司的经验有效地阻止了新入者再犯同样的错误。这类负债不能减少新入者必须进行的投资，但是由于这部分负债是真实负债，将来必须支付，所以应该从资产价值中扣除，这样投资者才能得出这家公司的价值。

第三种负债是公司的正常债务，对债务的处理方法有多种。当我们以资产的重置成本为起点，从中扣除了前两种负债(自发负债和我们所说的推定负债)后，剩下的就是投资者具有求偿权的公司资产价值。这部分价值将在债权人和股东之间进行分配。如果我们是股东或想进行股权投资，就需要从这个数值中再扣除债务金额。如果债务有市场价值的话，我们可以直接使用市场价值；如果没有，我们一般就使用账面价值作为替代，因为债务的价值是固定的(除非公司面临着财务危机)。在衡量公司价值过程中出现的任何错误都会直接影响权益资本的价值。在杠杆水平较高的公司中，债务占公司资产的很大份额，资产估价的微小错误都会对权益资本的价值产生重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大影响。例如，我们估计一家公司的资产价值在扣除自发负债之后是 1 亿美元，它有 8 000 万美元债务。那么公司的权益资本价值就是 2 000 万美元。但是如果我们偏差了 10%，公司的实际资产价值是 9 000 万美元，那么权益资本的价值就会减少为 1 000 万美元，下降了 50%。我们的安全边际完全消失了。由于杠杆比率可能危及安全边际，所以许多投资者都回避债务水平较高的公司。

另一种债务处理的方法是把它和权益资本都作为公司投资的一部分加以考虑。利用所谓的企业价值法，把债务的市场价值和权益资本的市场价值进行加总，然后减去现金，就得到了企业价值。把它同资产价值减自发负债和推定负债后的余值进行比较。如果能用少于资产价值的价格购买整个公司并且仍然保证有安全边际，那么我们就发掘了一个很好的投资机会。表 4-5 为各种资产评估方法。

表 4-5 各种资产评估方法

项　　目	格雷厄姆和多德法	账面价值法	重置成本法
机会	无	有限	更宽泛
实际价值	是	是	是
需要行业知识	否	否	非常需要
稳定性或可靠性	高	低	中等
商誉价值	0	账面价值	重置成本
债务价值	账面价值(低负债)	账面价值	市场价值

重置成本法是常用的公司资产定价法之一见表 4-5 。另一种方法是格雷厄姆和多德实净法，在这种方法中，所有的负债都要从流动资产中扣除，以得出一个保守的——甚至可以说是“防弹的”——数值，这个数值无可挑剔，但是很难获得。第三种方法直接使用会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计报表中披露的账面价值。虽然我们已经指出应如何从账面数值推算出内在价值，但在实践中按账面价值的折扣价格购买市场上出售的股票的投资策略已被证明是很难实现的。与账面价值法和实净值法相比，要得到公司的资产和负债的重置成本需要更大的努力和更多的知识。你只有做好了才能避免得不偿失。

4.3 隐藏的价值：复杂的结构与隐藏的价值

要想在公司财务报表中找出那些低估了公司内在价值而且形式上合法的数据可能要花费几个小时，甚至累花你的眼睛。如果我们把注意力集中在那些结构复杂、业务种类繁多，分支机构独立核算或者具备其他的让证券分析师、甚至公司管理层感到麻烦的公司上，误差就会减少很多。财务报表中低估的资产可能会被投资者或公司总裁忽略或者，如果没有被内部人忽略，那么这部分资产也会在他们有机会插手后从人们的视线中消失。无论出现了哪种情况，低估的资产在简单公司的财务报表中都无处藏身。但在组织繁杂的公司中，财务报表就会充满暗角或密道，这会使新手望而却步，但对于老练的分析家来说，这却是一个获得财富的机会。

在哈得逊通用公司 1998 年的年报中，我们可以看到一个相当复杂的情形。一看公司三年来的损益表(表 4-6)，我们就知道发生了不同寻常的事情。公司收入下降了 96% 以上，而净收入减少了一半。我们在 1998 年看到的已经不是公司 1996 年时的情形。

实际上，公司在 1996 年创建了一个独立的有限责任公司(LLC)——哈得逊有限责任公司，它用来经营公司的主营业务，在主要的飞机场向航空公司提供维修和其他服务。哈得逊有限责任公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(HLCC)以 2 400 万美元的价格将 26%的股权卖给汉莎航空公司的一个分公司；同时它还给了汉莎航空公司一个期权，该期权使汉莎航空能以与航空业利润相关联的价格购得高达 49%的股权。哈得逊通用公司按照权益资本的会计处理方法报告了 74%的哈得逊有限责任公司的股权，同时把哈得逊有限责任公司相同比例的收益记入自己的损益表。剩余收入中很大部分来自它向哈得逊有限责任公司收取的日常管理费用。哈得逊通用公司的另一项业务是在夏威夷的土地投资，从报表中看到的三年的情况来看，状况不是很好。在这种背景下，我们进一步看看公司的资产。

表 4-6　哈得逊通用公司的损益表　　　（千美元）

	1996	1997	1998
收入	157 100	5 064	5 783
经营收入	19 436	(3 755)	(2 724)
从哈得逊有限责任公司获得的股权收入	855	11 955	9 426
Kohala 合资企业股权损失	(3021)	(11 292)	(2 822)
利息收入	379	3 985	4 156
税前收入	17 649	893	8 036
税收	7 183	391	2 780
净收入	10 466	502	5 256

表 4-7 是公司 1998 年 6 月 30 日的资产负债表，其中权益项目已经从中删除。我们已经把资产的重置成本列示在内。重置成本与账面价值的不同之处就在于重置成本考虑了未来税收负债折现所带来的细微影响以及由于没有计算公司在两项投资业务的实际价值而带来的重大影响。我们先将这些问题放在一边，也忽略公司因无须现在支付这些税收而获得的利益。不做调整，也不考虑两家合伙公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益，资产为 4 600 万美元，负债为 500 万美元，净价值是 4 100 万美元。

表 4-7 哈得逊通用资产公司的重置成本 （万美元）

	账面价值	重置成本
资产		
现金	1 900.1	1 900.1
流通证券	1 900.2	1 900.2
应收账款	56.3	56.3
对 HLLC 的预付款项	205.7	205.7
预付费用	56	56
流动资产总计	4 067.9	4 067.9
不动产、厂房及设备(净值)	2 389	238.9
在 HLLC 的投资	2 230.6	?
在 Kohala 合资企业的投资(净值)	496.2	?
对 HLLC 的应收票据	313.0	313.0
资产总计	7 346.6	4 619.8
负债		
应付账款	20.0	20.0
其他流动负债	262.8	2 62.8
流动负债总计	282.8	282.8
递延收入税	219.7	现值≈200.0
负债总计	502.5	≈500.0
净价值		≈4 100.0

哈得逊通用公司在哈得逊有限责任公司的股权和在夏威夷的土地投资的价值是多少呢？它拥有哈得逊有限责任公司 74% 的股权，账面价值 2 200 万美元，这是用哈得逊有限责任公司 3 000 万美元的账面价值计算得出的。但是，我们有两方面的可靠信息告诉我们这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个数值低得近乎荒谬。首先，汉莎航空公司在两年前按 2 300 万美元的价格购买了公司 26%的股权，现在，它准备另外花 3 000 万美元购买 23%的股权。按照这个价格，哈得逊有限责任公司至少值 1 亿 3 000万美元，甚至更多。哈得逊通用公司拥有多数股权，这种多数控股权在自由市场上是要支付溢价的。其次，哈得逊有限责任公司的收益是可测量的。1998 年，它的税后收益从 1997 年的 1 600 万美元下降为 1 270 万美元。公司没有债务，与航空公司和飞机场的长期合同保证了它的收益流。如果股票市场愿意为这些收益支付 10 倍的溢价，那么哈得逊有限责任公司的价值就是 1 亿 3 000 万美元，这与汉莎航空公司支付的价格成比例。这些合同是潜在的资产，并没有在资产负债表中体现出来。从另一个角度来讲，这是哈得逊有限责任公司能够获得比公平竞争环境下更高利润的具体竞争优势。

我们假设哈得逊有限责任公司的内在价值是 1 亿 3 000 万美元。哈得逊通用公司能够得到多少呢？在汉莎航空公司购买第二笔股权之后，哈得逊通用公司只剩下 51%的股权，当然还有从汉莎公司唾手可得的 3 000 万美元。因此到会计报表日，在不考虑控制权溢价的情况下，我们保守地估计哈得逊通用公司持有的哈得逊有限责任公司的股权的价值是：

13 000 万美元 × 51%	6 630 万美元
从汉莎航空公司收到的现金	3 000 万美元
总计	9 630 万美元

夏威夷的合资公司是另外一种情况。一个擅长航空服务的公司怎么能成为太平洋地区土地开发商的合作伙伴呢？也许作出投资决策的老总们旅游过很多地方。无论公司的出发点是什么，投资的效果可不怎么样。夏威夷的房地产价格在 20 世纪 90 年代一直在下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈得逊通用公司在合资企业的损失——1997 年注销了大量资产，同时每年花费了大量的经营费用——1996 年花了 300 万美元，1997 年花了 1100 万美元，在 1998 年略低于 300 万美元。在财务报表日，哈得逊通用公司拥有 1800 多英亩中的 50%。这些土地值多少钱呢？如果这些土地是人们想要的那种，那么没有必要注销价值。哈得逊通用公司在账面记录的价值是 490 万美元，也就是每英亩 5 500 美元。这是不是太高了点？我们可以保守地把这项资产全部注销，也可以聘请夏威夷的评估师进行评估后提交报告。在已知其余资产的数额的情况下，这两种处理方法就没有什么实质性区别。我们暂时就把这项资产的价值设定为零。

把哈得逊有限责任公司的内在价值(见表 4-8)考虑进去后，我们准备对哈得逊通用公司的资产定价进行调整。即使把夏威夷 910 英亩的土地完全注销，新数字也几乎是账面价值的两倍。股票市场也低估了哈得逊通用公司的内在价值。1998 年公司股票的价格是 50 美元，公司资本的市场总值是 8 800 万美元。这就为设法鼓励管理层缩小市场价格和内在价值之间差距的创业投资者提供了 5 000 万的酬劳。

管理层并不需要很多激励。1998 年 11 月，管理层提出用 1 亿美元收购该公司。对投资者来说非常幸运的是，管理者的行动仅仅是引发了收购热潮。1999 年 2 月，Globeground 公司——汉莎航空公司的分公司，当时拥有哈得逊有限责任公司 41% 的股权——用 1 亿 3 300万美元的竞价锁定了胜局，当时还有管理层提出 1 亿 600 万美元的二度报价和其他一些航空服务公司的报价。这些对哈得逊通用公司的关注阻止了公司管理层以外部股东的利益为代价发家致富，谁知道他们可以从中获得多少好处？Globeground 从中获益了吗？从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的分析看，我们知道它并没有从夏威夷的土地和哈得逊有限责任公司的控制权中获得好处。由于从战略角度讲他们是合理的收购方，所以期望其他人以更高的竞价收购公司似不太可能。

表 4-8 哈得逊通用公司资产重置成本，第二次计算(千美元)

	账面价值	重置成本
资产		
流动资产总计	40 679	40 679
不动产、厂房及设备(净值)	2 389	2 389
在 HLLC 的投资	22 306	130 000 × 51% = 66 300
加出售给汉莎所得的现金		30 000
在 Kohala 合资企业的投资(净值)	4 962	(如果我们一无所获)0
对 HLLC 的应收票据	3 130	3 130
资产总计	73 466	142 498
负债		
应付账款	200	200
其他流动负债	2 628	2 628
流动负债总计	2 828	2 828
递延收入税	2 197	(经谨慎扣除后的现值)2 000
负债总计	5 025	4 842
净价值	68 441	137 670

这个故事告诉我们以重置资本为基础的资产定价模型能够对公司价值进行准确估计。前来购买该公司的买方出价大致接近我们所估计的价值就证明了这一点。但是它还告诉我们要想抬高资产价值只靠分析是不够的，我们还需要一些催化剂来推翻现状，促进发展。在这个案例中，催化剂就是公司管理层的投机主义，他们企图用略高于市价的价格拿走公司的所有权。如果不是管理层非常贪婪，哈得逊通用公司可能今天还是个独立的公司，它的股票还是按照远低于汉莎航空公司收购价的价格出售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章　盈利能力价值

资产加特许经营权

5.1　“烤”出来的收益

假设有一家公司——由于它主要生产烤面包机，我们称之为“Top Toaster 公司”——非常成功。在过去五年中它每年约盈利 1 000 万美元。为使问题简化，我们假设报表净收益和可分配给股东的盈利无实质性差别。该公司的投资者都期望每年能从他们的投资中获得 10% 的收益。应用我们在第 3 章里构造的盈利能力价值(EPV)的公式，该烤面包机公司的 EPV 值为收益 × 1/资本成本，或者是 1 000 万美元/10% = 1 亿美元。下一步假设该公司的资产价值为 4 000 万美元。这一数值包括了全部有形资产(现金、应收账款、存货、厂房设施，以及设备——每一资产都经过了调整，可反映公司账面价值数额与重置价值之间的差额)和无形资产(包括消费者认知度、商誉、产品设计、专有技术、员工培训，以及分销渠道的建立等重置同样需要成本的项目)。此时在资产价值和 EPV 之间的差异为 6 000 万美元。如果公司的股票市场估值应为 1.5 亿美元，则 EPV 将更高于资产价值额。

不幸的是，Top Tosterd 公司 1 亿美元的 EPV 值和 1.5 亿美元的市值对潜在的竞争者而言将是一个鲜活的楷模。一些聪明的企业家——可能其中某些已经在做小的器具生意或是在做其他烤面包机公司的执

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行主管，能够从零售市场获取投资资本及经验——将意识到他能够仅投资4 000万美元而获取价值约1亿美元的收入。或者，换一种说法，他投资4 000万美元后每年能够获得1 000万美元的收益，即获得25%的收益，这可谓是超高利润。

通过开设新厂、扩张现有生产能力，或找一个承包者来生产烤面包机，企业家都能进入烤面包机的行当。他发明或购买一项可被接受的设计式样、设计出引人的包装，雇佣经验丰富的销售代理四处叫卖。假设此时烤面包机是商品型产品，即各种产品之间差不多是可替代的，顾客的选择完全取决于价格。不断升温的竞争意味着市场上烤面包机越来越多，烤面包机越多意味着价格越低。随着烤面包机价格的降低，所有烤面包机公司的利润将接踵而降。由于Top Toaster公司的收益开始缩水，其盈利能力自然也开始下降。假设受第一次竞争浪潮打击之后，收益降至每年800万美元。

不幸的是，竞争的浪潮此起彼伏。800万美元的收益和10%的期望收益率，使公司的价值达到8 000万美元。资产成本同样为4 000万美元，则仍有4 000万美元的盈利空间。这足以吸引第二批企业家开始大量生产烤面包机。事实上，只有当这一差距消失，EPV降至4 000万美元时，新的企业家——或正扩张生产的现有竞争者——才会停止入侵Top Toaster公司丰饶的领地。换句话说，当市场上的无差别竞争者过多，以致于价格和利润下降，使任何一位供应商获取的收益都不能超过投资者所要求的资本成本时，这一过程就结束了。

许多无法将自身产品和服务与其他公司区分开的公司，都受到了因价格竞争日趋激烈而导致利润下降这一问题的挑战。所有睿智的人都厌恶商品经济，这是一个普遍真理。避免这一命运的惟一答案是使你的产品和服务区别于其他人的产品和服务。对Top Toaster

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，这意味着花钱做广告，增加产品特性或改变设计。所有这些都可能使 Top Toaster 避免面临降低价格的直接压力。但是竞争者仍然存在，虎视眈眈地要从 Top Toaster 公司的市场中分一杯羹。没有什么能够阻止他们引进富有竞争力的设计、增加他们独有的特性，与 Top Toaster 公司在广告花费上进行攀比。不可避免地，他们将抢走 Top Toaster 公司的一些生意；即使 Top Toaster 公司没有降价，它的销售量也还是减少了。销售量减少，但是如产品开发、包装设计及广告费等固定成本并没有相应降低，在激烈的竞争面前它们实际上可能还提高了。Top Toaster 发现自己在两项打击之下步履蹒跚：它的销售量更少了，由于固定成本要在更少的烤面包机上摊销，每一产品的盈利空间也就更小了。因此收益再一次地受到打击。使烤面包机与众不同顶多只是一项短期应对策略。公司是无法回避竞争的。收益再次降低，这次降至 600 万美元。

不幸的是，故事到此并未结束。只要公司的 *EPV*（现在为 600 万美元）超过了入围成本（4000 万美元），新的企业家就会不断地涌现，或者是老的竞争者不断地扩大生产。烤面包机的生产将不断增加，直到刺激生产的获利机会完全消失为止——也就是说，直到 4 000 万美元的资产只能带来 400 万美元的收入时才停止（假设投资者的要求回报率仍然为 10%）。在这一点上，*EPV* 等于资产的重置成本，人们不再能轻松地通过进入烤面包机行业或扩展烤面包机业务来赚钱了。

无论烤面包机是一种以价格为卖点的商品还是一种以特性为卖点的差别产品，这都无关紧要。归根结底，直到 *EPV* 等于资产价值时，新企业才会停止涌现。这一相等情况的出现并非偶然，它是一种基本的经济关系，是竞争对价格和盈利空间侵蚀作用的结果。在本例中，竞争的过程表现为其他公司为寻求盈利机会而入侵或扩张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的能力。尽管这对于世界上众多的“Top Toaster”及其投资者来说是非常残酷的，但对消费者而言却是福音。此处的消费者指的是那些支付烤面包机买价的人，*EPV* 和资产价值之间的差价正来源于他们所支付的买价。

5.2 汽车：名牌价值

Top Toaster 及其竞争者只是我们虚构的事物，但是，如果没有市场进入壁垒，其所反映的公司长期价值将趋于资产价值的过程却是十分真实的。这一过程甚至适用于公司和产品都极大地获益于品牌形象的情况。近期历史上的一个例子可证实这一理论。

全世界只有少数几个品牌像“奔驰”汽车一样驰名。它总是与高质量高声誉的出众的产品联系在一起。从“奔驰”的星标本身，就能够立刻将这类汽车与其他汽车区分开。该星型标志，既是引擎盖的装饰，也是公司对优异品质承诺的标志。根据所有差别产品的法则，奔驰汽车应该享有一种受到强有力保护的市场地位，其结果，也应该是高额盈利。但是，自 1995 年至 1997 年，在公司收购克莱斯勒汽车之前，戴姆勒集团来自于其汽车行业资产的税前收益率平均为 7.2%。如果此处存在特许经营权，在生成的收益中并没有体现出来。该收益等于或低于汽车行业中合理的资本成本。[⊖]

我们也可从价值角度来分析这一情况。假设戴姆勒－奔驰集团

⊖ 高盛投资银行在公正地考虑戴姆勒与克莱斯勒合并案时曾估计，可供对比的公司的资本成本为 10% ~ 12%。参见戴勒姆-克莱斯勒 AG，初始投标报价单，表 SC14D1，1998 年 9 月 24 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资本成本为 10%。1997 年汽车部门的税前盈利为 35 亿德国马克。以这些数据为基础，其税前 *EPV* 为 350 亿马克。其资产重置价值至少等于这一数额。1997 年末资产的账面价值约为 300 亿马克。这一数值不包括工艺知识、创意、零售商网络及公司组织管理经验等方面的重置成本。这些成本至少为 100 亿马克，即三年的研发成本。新来的企业进入戴勒姆 - 奔驰集团的市场可以获得比 400 亿马克资产价值仅略高一点的收益。

汽车行业的历史解释了奔驰为何并不具有有益的特许经营权。在 20 世纪 60 年代末，豪华汽车市场及戴勒姆集团都享受着超高额的利润。为追逐这一利益，其他的欧洲豪华汽车制造商，如德国宝马、美洲虎、海盗船、雪铁龙，法国标致等都大肆扩张。在 20 世纪 80 年代，日本汽车制造商——先是 Acura（本田），然后是凌志（丰田），最后是 Infiniti（日产）——都进入了这一市场。结果正如理论所料：更多的竞争意味着对利润边际的侵蚀。他们使奔驰在欧洲的市场萎缩，使林肯和卡迪拉克在美国的市场萎缩。豪华汽车市场全球化被证明是收益率的敌人。在理论上和在实践上，产品差异性和强大的品牌都并非能带来收益的特许经营权。

5.3 特许经营权的性质

Top Toaster 的故事和奔驰公司的历史都具备这一关键要素，即新来者与现有公司在同等条件下竞争的能力。只要新来者可以与现有公司在同等基础上开发并分销新产品（例如，他们同样具备产品差异化的能力），则所有的产品实际上都成为了商品。那些在相当长的时期内盈利超过平均水平的公司，其实是得益于其竞争者无实力亦无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潜力做他们所做的事情，这些公司在市场上通常也能获得很高的价值承认。这些并不意味着品牌没有价值。强大的品牌是与其他资产一样的资产，其价值等于其重置成本。但是，如果品牌的价值等于创造品牌的成本，则品牌本身就不是价值的源泉。

价值只有在现存公司能够拥有新来者无法与之匹敌的能力时才会产生。当一个潜在的新来者看到 Top Toaster 公司以 4 000 万资产每年盈利 1 000 万时，他也必须意识到他自己是没有能力做到这一点的。用现代管理理论的话说，Top Toaster 公司必须具有一种胜过假象竞争者的“竞争优势”。如果新来者看到他无法以同等条件竞争，他将会呆在这一市场之外。Top Toaster 公司的竞争优势就像是一种进入壁垒，在利润侵蚀过程中设了一道闸门。该利润侵蚀过程产生于新来者可能以同等条件竞争之时。这三个概念——特许经营权、进入壁垒和阻止竞争——实际上是一回事。在现代市场经济中，它们是超出公司重置成本的价值的主要来源。

与流行的管理论断相反，竞争优势只有几种，在经济社会里持久的竞争优势并不常见。最简单的一种是由政府创造的竞争优势，政府给一家或几家公司颁发许可证，允许它们从事某些业务，而其他公司则被排除在该业务之外。电缆公司、广播电视台、电话公司、电力工业都有地方独家特许经营权。潜在的竞争者都被法律阻拦在外了。正如技术在变革一样，使某些公司受益的规章制度和特许经营权体制也要改革。一些从前受保护的行业不得不学会竞争。但是，所有的独家特许经营权和政府颁布的特许经营权不可能都消失。

其他类型的竞争优势则来自于这一适合于任何行业的基本利润公式：收入减成本等于利润。成本是该公式中关键的一项。Top Toaster 公司和奔驰公司的潜在竞争者可能因他们无法实现低成本而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贮足。现存公司拥有新来者无法与之匹敌的生产技术是持久地维持这种成本优势的惟一方式。例如，产品专利权或制造产品的专利权都能形成以成本为基础的竞争优势。专有技术，或称为负斜率的学习曲线，是另一种重要的优势。甚至当新来者获取到经验时，它也总是能使先入者一直拥有实现高效所必要的专有技术。此处的问题是新来者是否能和先入者以相同的条件获得那些必要的技术，包括以人为本的技能。Top Toaster 公司和奔驰公司都没有其他竞争者所不能获得的技术或知识。

另一种潜在的成本优势是能够廉价地获得如劳动力和资本等资源。这一类优势在实践中是很难找到的。大部分资源都是全球流通且可充分获取的，对新来者以与先入者同等的条件获取资源也不存在任何限制。有些公司可能聘有工会组织的成员，或是受到其他限制，这些公司不得不承担高资源成本，但是先入者应该担心最有力的竞争者，而不是最无力的竞争者。

在有些情况下，先入者会处于成本劣势。如果技术发展迅速，新来者可能超越先入者，以低成本置办一套最先进的设备。但是这一情况从根本上说对任何人都不利。今天的新来者是明天的先入者，随着技术的持续变革，它将无情地销蚀掉所有的先入优势。

利润公式中的另一个关键项是收入，它来源于消费者需求。先入者要在这一方面拥有竞争优势，他必须拥有潜在入侵者无法匹敌的市场销路。除此之外先入者还需要保持这一优势，他们必须以某种方式迷住消费者。在开放竞争的经济社会，只有极少数方法能将消费者圈住。习惯，通常再加上高购买频率，可能是最强有力的方法。想与可口可乐公司竞争的碳酸饮料公司必须引导喝可口可乐的人不再喝他们所喜爱的饮料。这可不是件轻松的工作。对消费者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究和历史的经验都表明，喝可口可乐的人都忠诚于他们的可乐品牌。相比之下人们对另一种主要饮料——百威啤酒的忠诚度就低得多。当用餐者走进中国、日本，或墨西哥餐厅时，他们不会不愿意喝该国的啤酒，但是他们却很少要该国产的可乐。Top Toaster 公司和奔驰公司都不太可能成为习惯性购买行为的受益者。

对那些不在每周购物清单上的产品，还有其他方法可以使消费者忠诚于特定的产品和服务。如果寻找现有商品的替代品成本较高，新来者将很难吸引那些对现状满意的消费者。以住房保险市场为例。在保单的成本之外还有很多因素：担保范围、免责条款、服务水平、例外情况，承保人的信誉等。除非受到很强的激励，否则只有极少数屋主会费劲去换保险。选择不当而导致令人头疼的后果更促使他们不愿变更保险合同。如果错误地选择了承保人或保单，灾难发生后，将会导致损失。

已经知道了有这些困难和危险，市场新入者将会发现要吸引已经与现在的保险公司有过合作的客户置换保单将是一项具有挑战性的工作。实际上，新来者入侵这一领域的惟一方法是收取明显比先入者更低的保费。但是，由于这几乎总是一项带来损失的提案，试图以此种方式进入市场的步伐总是在先入者所拥有的高额利润完全消失前就停止了。在我们所建议的模式中，高额拓展成本限制了新来者的步伐，先入者的资产价值和盈利能力价值之间的差额并不会消失。

第三种，可能也是最通用的留住消费者的方法是高额的转换成本。如果消费者换供应商需要耗费金钱、时间及精力，先入者就比新来者更占优势。例如，当公司要换工资管理、福利管理、内部交流、资金划拨或承担其他重要职能的软件系统时，公司可能不仅要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花软件费，还要承担员工再培训的费用。这已经够糟的了，更糟的是，新系统的错误率还会上升。因此，公司强烈偏好于维持现有系统就不足为奇了。如果对工资管理系统而言事实的确如此，那么对那些订单管理、采购管理、生产管理、存货管理、运输管理、记账管理，及应收账款管理等“战略性的”或“关系全局的”系统更是如此。倒闭的公司中不乏那些用事业做赌注，引进新型、集成化，而且功能完备的系统，最后导致失败的公司。

“转换成本”这一术语适用于这一类情况，在其所适用的情况中软件是最明显但却不是惟一的例子。对微软以及早期计算机时代的 IBM 等公司而言，转换成本是竞争优势和消费者忠诚度的主要来源。前来角逐这一行业的新来者不能在同一水平线上竞争。由于大多数用户已经熟悉了微软的系统，任何一个成功的新来者都必须解决消费者转换系统所引致的成本问题。此外，由于计算机用户越来越多地相互交流，除非其他人也同时置换新软件，否则任何单个用户更换软件供应商都将承担额外成本。即使拥有最好的通讯程序，如果没有人与之连接，那也是没有用的。毫不夸张地说，在任何时候，新提供商要抓住消费者、客户或病人中的某一部分人，都存在转换成本。这一条适用于律师、银行、服务(如机械修理)公司，以及制药业(因为医生必须知道新药的危险及潜在作用)。

我们前面曾经说过，尽管投资分析家经常使用“进入壁垒”这一术语来证明某一证券价格处于高位是合理的，但是在这个充满激烈竞争的世界里，真正的壁垒很少存在。最明显的壁垒就是政府赋予的特权，如许可证、专利权、商标，或其他将潜在竞争者拒于安全距离之外的保护措施。我们描述过的另一类壁垒则产生于成本(供给)或消费者(需求)。现在我们来看看竞争优势最重要也是最长远的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源泉，它并不属于上述任何一类，但却是由上两类综合而成。

规模经济是成本方面的壁垒。规模经济指公司生产得越多，其单位平均成本越低。真正的规模经济存在于那些固定成本高于单位变动成本的产品中，而且其单位变动成本不随产量的增加而增加。生产的产品越多，每一产品承担的固定成本越少。在我们这个年代，打包软件就是一个典型的例子。建立操作模型、设计程序、写代码、调试，以及让大量用户测试都需要耗费成本。但是，多制作一盒软盘或光盘却几乎不需要花费成本，而如果通过互联网下载进行分销的成本则更低。很明显，在这些情况下，能够占据大部分市场份额的竞争者将比行业内其他公司的单位成本更低。

处于规模经济状态下的大公司本身并没有固有的竞争优势。考虑这样一个案例：10家公司在同一市场以几乎同等的条件竞争，如果没有消费者(需求)优势，它们将均等地瓜分市场。产量相同的情况下，尽管仍存在规模经济，各公司的单位平均成本相似。如果经营规模大致相等，那么潜在的规模经济优势就会消失。为了使规模经济能够有价值并且对一公司的价值评估产生影响，必须将它们与使公司在市场上占据主导地位的消费者(需求)优势结合。规模经济本身并不足以产生有意义的竞争优势。

这些需求竞争优势可能很小但仍有作用。假设一家现有公司的成本结构具有规模经济特征且其已占据了极大的市场份额。如果它能以某一与潜在入侵者相似的价格、产品质量及营销预算留住现有顾客——这只是一种弱势吸引，那么即使它在一个公平竞争环境里运营，它仍能保持其原有的市场份额。即使只有一点点需求优势，成本结构上的规模经济也会将超额的市场份额转化成低成本、高收益和高盈利性。该现有公司也能够吸引大量新的消费者，这些新消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费者在大量同类的公司中可能只忠诚于大家所熟悉的现有公司。

为利用公司所具有的特殊地位，还应设计管理特权和基本商业战略。例如，受政府进入壁垒保护的公司应该既致力于合理地提高价格，又注重高效率的运营。在尽可能的程度上——即在法律允许的范围内——将资金和管理力量投入到强化政府对竞争的限制措施上。

当消费者忠诚也是竞争优势的来源时，也必须采取类似的措施。拥有一批忠实客户的公司应该通过以下的方法强化客户与它的紧密关系：

(1) 通过增加原始产品的特性和服务来提高转换成本，这是微软的策略。

(2) 通过更新换代或汽车租赁计划来增加购买频度，以增强客户的购买习惯。

(3) 通过扩大服务范围或使服务内容复杂化，以及提高客户满意度，来提高客户的搜寻成本。[1]

与此同时，受益于这些竞争优势的公司应该将之与侵略性定价策略结合使用，并在任何可能的时候提高价格。那些不在它们拥有的受保护的地位上投资的公司可能不运用其定价能力而隐藏价值。对受专利保护或具有成本优势的公司也是如此。该策略的目的是在充分利用定价机会的同时强化这些优势。

但是对那些竞争优势源于规模经济的公司，最关键的是要保护其优势赖以存在的基础——市场份额。它不得不与新产品特性的引

[1] 当然，新来者应该反向操作：使搜寻成本和转换成本最小化。信用卡公司提供的替换信用卡会预先设定信用额度及对信用余额的奖励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入和广告攻势相抗衡，甚至应该预见这些产品特性的引进和广告攻势。它必须打击竞争者的价格。这些都是必须的，因为一旦市场份额开始下降，基础成本优势也会随之下降。具有规模经济优势的公司因平均成本低而获得超额收益——而不是因能够制定更高的售价。对它们而言，要增强优势，就必须着重向客户提供一些成本与销售数量无关的利益。这包括新产品和产品的新特点、富有想象力的广告宣传，建立在地域密集度基础上的各级服务支持，以及固定成本结构。

使建立在规模经济基础上的竞争优势有所差别的第二个因素是再生产能力。基于超强生产能力基础上的成本优势只有当存在领先技术时才能继续保持。技术上的迅猛变化通常意味着如果没有规模经济，成本结构优势存续时间将很短。另一方面，即使技术耐久性较长，专利权也展期了，学习曲线扁平化了，相关竞争优势仍然会消失。持久的竞争优势只在技术变化范围适中——变化不太快也不太慢——的环境中才存在，他们甚至只有有限的生命力。例如，20世纪90年代末期的思科公司和20世纪20年代RCA公司就明显优于其他竞争者。但是，正如RCA的领导地位丧失了，我们认为思科公司将来也会如此。从长期来看，制造业看起来都像烤面包机企业。竞争是常事，而不是个别现象。

对拥有忠实客户的公司也有类似的经历。这些客户随着时间的流逝也会消失，有些客户死了，有些客户的喜好可能随着年龄的增长会有所改变。孩子是习惯性偏好很强的忠实客户，但是他们不会永远是孩子。向年轻人推销产品的公司必须吸引每一代孩子。

要经年累月地保持消费者特许经营权，就必须拥有在保持现有客户的同时发掘新客户的竞争优势。惟一能够应对这一挑战的竞争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势是那些以规模经济和需求偏好相结合为基础的竞争优势。这一结合能够在很大程度上，甚至在面临不断更新的技术时，提供持久的特许经营权。

想想英特尔和 AMD 之间在生产下一代台式电脑微处理器上的竞争。由于英特尔已经通过与计算机厂商之间长久的关系(通过打上“Intel Inside”的标志)而建立了与消费者之间的联系，可以预计，下一代成功的芯片将吸引约 90%的微处理器市场。即使 AMD 先于英特尔进入市场，它的芯片也只能获得十分小的份额。如果英特尔能够迅速而有效地进行反击，它将使 AMD 芯片的市场份额更小——如 10%。因此，AMD 在研发方面的费用，不考虑它在融资遇到的困难时所花费的时间，将要依靠与英特尔相比小得多的未来销售额来弥补。假设研发费用与销售额成比例增长，英特尔在开发下一代技术方面可以投入的资金多于 AMD。事实上，正如我们在第 7 章里所描述的，英特尔只花了 5 倍于 AMD 的钱，差别依然十分明显。假设公司没有自乱阵脚，或是未能完成开发任务，英特尔的规模经济将有助于把短暂的优势转化为持久的——如果不是永远的——竞争优势。

享有规模经济的公司能够在广告和服务方面投入更多资金，而收取比其竞争者更低的费用，同时还保持赢利。由于这三点对新老客户都有吸引力，受益于规模经济的公司更能保持现有客户并发展新客户。这些优势都有助于延长特许经营权的寿命。具备规模经济优势的公司应该采取的策略是攻击竞争者，争取客户，而不是利用其地位使当前利益最大化。微软即是一个显著的例子。而沃尔玛则不那么明显地执行着这一策略，它日渐降低价格，而英特尔则在任何仿制芯片出现的时候就降价。

最后，我们将以规模经济为基础的竞争优势与单纯的大规模——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论多大——混为一谈。只有当一家公司拥有超大的相关市场规模时才会出现这类竞争优势。此处“相关市场”指决定固定成本水平的市场。对于像沃尔玛这样的零售商或它的竞争者来说，分销体系和广告计划的成本由地理区域决定。在公司市场份额高的地区会产生规模经济，在这一地区的广告也会铺天盖地，同时分销体系发达。如果沃尔玛的收入和固定成本在许多地区均匀分布，规模经济优势将会缩减并消失。这一情况在保健组织(HMOs)中很典型。拥有纽约大都市60%家庭的保健组织从规模经济中获得的利益比更大规模地占有芝加哥、迈阿密、达拉斯、圣地亚哥和西雅图30%市场的保健组织更多。

对制造商而言，开发成本由产品线决定，在能够带来规模经济的产品线内增加市场份额。通用电器是家巨型公司，但是它也只能在以某条产品线占领的市场上受益于规模经济。基于地区和产品线规模经济的竞争优势是实务中最常见的优势。再引用一个最鲜活的例子，尽管是IBM建立了微型计算机的标准，但它仍无法将其在大型机市场上的主导地位扩展到台式机市场。这一优势由微软获得，而微软本身在控制操作系统及标准办公应用软件之外的市场方面也是不成功的。这些市场，众所周知，非常广袤。

总结这一章的内容，现代价值投资最大的进步就在于意识到了特许经营权的价值。这一发展应归功于沃伦·巴菲特，他喜欢可口可乐公司和吉列公司，因为这两家公司这些年来已建立了高度的客户忠诚度。我们对特许经营权的操作型定义是，假设公司的EPV和重置成本都能精确地估算，公司的EPV超过资产重置成本的数额即为特许经营权。

仅当公司能够受益于进入壁垒时，才存在特许经营权。进入壁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垒能够将潜在竞争者拒之门外，或确定能使这些竞争者一旦选择进入市场就必将以竞争劣势与现有公司进行竞争。现有公司享有的竞争优势应该是可确认的，并具有结构特点。优良的管理当然是一种优势，但是在这种竞争性地位中，根本无法保证建立在人才基础上的公司特许经营权能够持久。结构性的竞争优势只以一些形式存在：独家政府许可，消费者(需求)偏好、基于长期专利权或其他长期特权的成本(供给)优势，以及规模经济与因消费者偏好而拥有的相关市场大量份额。

在公开市场中并没有标签将那些具有特许经营权的公司和不具有特权的公司区分出来。公司总部的造访者也无须翻越栏杆进入(如果有的话)公司面见总裁。大部分持久的竞争优势通常也不在那些被公司宣布为“旗舰”的产品当中。识别特许经营权是一种高难度的技巧——需要花时间、花精力来掌握。它也不容易扩展。价值投资者喜欢在他们自己的竞争优势圈中运作，在这些领域里他们可以将所积累的有关报业、保险公司、电缆股份、自然资源公司，或其他知识应用到新的但仍然是他们所熟悉的情况中。当本杰明·格雷厄姆在财务报表中搜寻他的实净股票时，他并不在意自己不了解被选中的投资对象所在的领域。他所关心的只是资产价值和足以使他抵御损失的安全边际。但是，身处市场价格已经超过资产价值且按此计算的安全边际为负值的时代，当代价值投资者最好能够确定并理解公司的特许经营权及其竞争优势的性质。否则，他将仅仅是在踢悬空球冒险，而不是在投资。

5.4 附录：品牌的价值——没有看到的那样多

品牌指的是存在于消费者脑海中的产品形象，并且以利于拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该品牌的公司的方式影响着消费者的行为。投资者和营销教授普遍认为品牌是任何一家公司价值的重要组成要素。有人认为强劲的品牌代表着公司的竞争优势。尽管这两种情况看起来多少可以互换，事实上品牌导向型的行为的这两方面有着根本的区别。理解这二者间的区别对正确评估公司品牌的价值至关重要。

品牌和品牌权益这两个术语适用于各种消费者现象。声誉品牌有这样的特点；像 Louis Vuitton-Moet Hennessey 这样的公司能够从这一声誉中获利。奔驰汽车可能是在这一领域最知名的品牌。世人都愿意为拥有奔驰汽车所象征的地位而支付超过汽车本身作为交通工具的价格。然而戴姆勒-奔驰公司一直都未能将这一“品牌媒介”预期转换成为其投资带来巨额收益的特许经营权。豪华汽车市场的历史表明这种品牌媒介的定价能力并不能形成进入壁垒，以保护奔驰集团不受竞争的蹂躏。即使是像奔驰这样型号的汽车在这一领域也不构成主要竞争优势。

为什么？尽管多年以来戴姆勒公司一直致力于品牌投资，但却无法阻止其他公司尾随而进。只要它们能够用同样的方法创造品牌形象——广告、许可、公关、高质量、科技创新、豪华汽车代理权、附加的售后服务，以及高价位——而成本与戴姆勒公司的成本相当，它们就能进入这一有利可图的市场。奔驰的品牌本身并不存在，它需要进行不断的广告宣传和形象更新来打造。新的竞争者将使戴姆勒公司的成本不断升高，使其维护品牌的成本越来越高，利润空间越来越小。

品牌可能是产品感知价值的基本要素。但是它本身并不构成进入壁垒，建立起竞争优势，或者是创造一种特许经营权。的确能够创造特许经营权价值的消费者行为是我们在本章中所讨论过的那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能产生消费者忠诚的行为——习惯、搜寻成本、转换成本。

同样，品牌的价值也会因规模经济的增大而加强。粘在计算机上的"Intel Inside"小牌并不能创立强劲的品牌，但是当它与强大的规模经济相结合时，即使是一个很弱小的品牌也能成为特许经营权的一部分。我们将在第 7 章走进英特尔公司仔细地对它进行分析。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 奇妙的特许经营权

WD—40 盈利能力

WD—40公司在从莱克特、科尔曼和PLC购买三合一品牌之前的40年里只生产一种商品——WD—40。WD—40是一种润滑剂，它能够去除铁锈、溶解附着物、消除刺耳磨擦声，无论任何小物体需要润滑或防锈，都可以使用它。WD—40的名字代表“排水量，第40次尝试”，这指的是开发这种产品时所进行的尝试和努力的次数。这种熟悉的蓝色铁罐无处不在，它经常出现在美国、英国和世界其他地方的家庭、工厂和维修车间里。根据公司的统计，每五个家庭里就有四个家庭拥有一罐WD—40，使用WD—40的人比使用牙线的人还要多。但是这对于牙医来说也许是件好事，因为这为WD—40公司留下不多的未开发国内市场。

WD—40公司曾经是一个利润极高的公司：持续的高额经营利润(25%～30%)、净收入利润(15%～18%)和资本收益率(35%～42%)。但是增长已经变得更加困难(见表6-1)。1990年以后，销售增长率从每年大约10%下降到略高于5%。净收入在1995年以后开始下降。

表6-1 WD—40公司年增长速度

	年增长速度			
	1985年8月	1990年8月	1995年8月	1999年8月
销售额	10.2	9.9	5.2	5.2
利润	1.1	11.7	9.8	3.4

注：数字为所示日期前五年的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995 年 WD—40 采取了三项措施来刺激增长。它买进了三合一品牌；开发了 T.A.L.5，这是一种功能更强的润滑剂；1999 年 4 月从 Block Drug 买入 Lava 香皂品牌，由于现在说这项努力是否值得——我的意思是说是否能维持销售和收入的增长及高水平利润率——还为时尚早，我们将关注 1998 年度，也就是在收购 Lava 之前的公司财务报表的数据。

WD—40 把其润滑产品的生产、包装和运输全部外包，在其 1998 财政年度，它只需要 167 名员工来操持其 1.44 亿美元的收入。事实上，它是一个以营销为主的公司。它在广告和促销上的花费相当于其收入的 10%。润滑油行业是没有什么秘方的，道尔、杜邦、埃克松或其他任何化工公司的技术优势都是可以被复制的。没有哪种润滑油产品是受专利保护的。然而不论你是用销售利润率、资产利润率还是净资产回报率来衡量，WD—40 都能够获得异常高的回报率。公司认为 WD—40 是一座坚固的“堡垒”，并且打算将这座堡垒拓展到美国和英国以外的市场中去。当公司为了符合环保要求而将其烟雾推进剂换为二氧化碳时，它能够毫不在乎因此而导致的成本上升，因为它可以把这一成本转嫁给消费者。每个公司都希望自己有这么强大的定价能力。

这家公司从 1994 财政年度到 1998 财政年度的资产负债表和利润表列示在表 6-2 中。公司的盈利能力跃然纸上。在 1998 财政年度，它的净利润大约为 2 200 万美元；其净资产的账面价值为 5 500 万美元。这意味着它有近 40% 的净资产回报率，而且几乎没有负债。而在此之前的两年，净资产回报率更高(见表 6-3)。如果我们从资产负债表上去掉多余的现金、短期有价证券和在低回报的房产上的投资，回报率还要高。我们估计大多数公司运营需要的现金大约为其销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额的1%；对于WD—40而言，相当于140万美元。它从低回报房产上的投资获得了一定的税收优惠（在1998财政年度大约为70万美元）。为了把不相关的项目剔除，我们将调整其资产和负债，偿还所有负债，并保持200万美元现金以保证公司运营。为了补偿失去的税盾，我们把销售收入降低70万美元。在完成所有调整后，净资产变为4 060万美元（现金和投资下降1 610万美元，在抵减剔除的170万美元负债后），而账面净资产回报率上升为52%。正如我们所说，WD—40利润非常丰厚。

表6-2 WD的财务报表 （百万美元）

	1994年8月	1995年8月	1996年8月	1997年8月	1998年8月
资产					
现金及现金等价物	22.7	24.3	6.9	10.9	14.7
应收款—总计(净值)	14.9	17.1	21.4	22.6	27.0
存货—总计(净值)	6.2	4.9	6.2	5.5	3.7
流动资产—其他	1.5	3.3	3.2	3.4	4.3
流动资产—总计	45.3	49.6	37.6	42.4	49.8
厂房、设备及相关财产(净值)	3.2	3.5	3.9	4.2	3.6
低收入房产投资	4.7	4.4	4.0	3.7	3.4
商誉	0.0	0.0	14.4	13.4	12.5
资产—其他	1.7	2.2	1.7	1.8	1.7
总资产	54.9	59.6	61.7	65.4	70.9
负债					
应付账款	4.3	4.7	5.8	6.7	6.9
应付税款	0.9	3.1	1.9	1.5	3.1
一年内到期的长期借款	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
其他流动负债	2.4	2.6	2.7	2.4	3.1
流动负债总计	8.2	11.1	11.1	11.4	13.9
长期负债	3.8	3.1	2.4	1.7	0.9
负债—其他	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	1994 年 8 月	1995 年 8 月	1996 年 8 月	1997 年 8 月	1998 年 8 月
总负债	12.8	15.1	14.5	14.1	15.9
总股东权益	42.1	44.5	47.2	51.3	55.0
股东权益和负债总计	54.9	59.6	61.7	65.4	70.9
在外流通股	15.39	15.41	15.42	15.51	15.66
每股账面净值	2.74	2.89	3.06	3.31	3.51
利润表					
销售收入(净值)	112.2	116.8	130.9	137.9	144.4
销售成本	47.0	50.2	57.9	59.3	63.0
销售、管理、营业费用	21.9	23.8	27.0	28.8	31.1
广告和促销费用	10.6	11.0	12.2	13.8	14.8
摊销	0.3	0.3	1.1	1.3	1.0
总运营费用	79.8	85.3	98.2	103.2	109.9
息税前利润	32.4	31.5	32.7	34.6	34.5
利息费用(净值)	0.0	0.0	0.4	0.1	0.1
其他收入或支出	－11.9	1.2	0.3	－1.3	－0.3
税前利润	20.5	32.7	33.4	33.4	34.3
所得税—总计	7.8	12.2	12.1	12.0	12.4
净利润(损失)	12.7	20.5	21.3	21.4	21.9
稀释后股份	15.39	15.41	15.42	15.51	15.66
稀释后每股盈余	0.82	1.33	1.38	1.38	1.40

注：所有数字单位均为百万，除了每股账面价值和稀释后每股盈余以外。

与关注 Hudson General 资产的隐藏价值不同，我们关注 WD—40 的盈利能力，视其为产生盈余的机器。我们需要计算它的盈利能力的价值(*EPV*)；同样重要的，我们需要理解它的战略地位以判断它能否维持其赢利性。竞争者会不会挤入 WD—40 的市场，抢走它的客户或是迫使 WD—40 降价。如果在 WD—40 产品中没有什么秘方，那它又如何保持其竞争力呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-3 WD—40 调整后股东权益回报率 （百万美元）

	1998 年 8 月	改变	调　整
现金加短期投资	14.7	-12.7	2
长期投资	3.4	-3.4	0
总负债	1.7	-1.7	0
股东权益	55.0	-14.4	40.6
没有利息收入和税收抵减的利润	21.1		
调整后股东权益	40.6		
调整后股东权益回报率	52%		

注：所有数字单位均为百万，除了调整后股东权益回报率之外。

6.1 盈利能力价值

在第 3 章，我们定义盈利能力价值（*EPV*）为调整后盈余乘以 $1/R$，而 R 代表当期资本成本。对盈余的调整包括以下几条。

(1) 去掉会计的错误表示，比如非经常性损益。调整包括找到每年非经常性损益占调整前利润的平均比例，然后从报告期的调整前利润中减掉相应比例。

(2) 调整折旧和摊销与公司每年为保持资产水平而进行的再投资之间的差距。在调整时要加减差距。

(3) 调整商业周期和其他暂时的因素。如在商业周期高峰时从报告利润中削减一部分，在周期谷底时增加一部分。

(4) 进行其他合理的调整，这要取决于当时的情况。

这些调整的目的是为了得到可支配的现金流的具体数字，或者说得到所有者可以从公司取走并且不会影响公司经营的钱的数量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两种方法可以得到这一数字。一种是从净利润开始，由下而上地加回一些项目，比如资本支出等不在利润计算之内的项目。但如果公司因其资本结构而有金额巨大的收入和支出项目，比如高负债而带来的高利息支出或由于有大量的现金而有很高的利息收入，这种情况下需要进行特别的调整。由于这项与日常的经营没有直接的联系，因此在计算可支配现金流时通常要把它们剔除。基于相同的理由，非主营的投资收益也应该忽略不计，因为我们不能指望每年都有这样的收入或支出。

基于以上的考虑，我们更倾向于使用第两种方法，这是一种由上而下的方法。从营业利润开始，即息前税前利润开始，计算营业利润应该交的税，再对折旧、摊销和资本支出进行相应的调整。其他的收入和支出会被忽略。因为在分析过程中我们假定可支配现金是不增长的，所以我们不必担心运营资金的变化。而且我们也只需要计算为了维持目前经营水平而必须支付的资本支出，或维持性投资。

让我们从需要调整的第一个项目开始，我们从 WD—40 的财务报表中没有发现经常出现的“异常”收支。在 1994 年，公司向前销售代表支付了 1 200 万美元，因为他们起诉公司提前中止合作协议。但这确实是一次性支出，而且不会重复出现。经营利润和净利润在销售额中所占的比例很稳定。为了谨慎起见，我们假定 WD—40 每 10 年会遇到一次这样的事件，因此我们每年从其息税前利润中减掉 120 万美元(见表 6-4)。

该表同时回答了第三个问题：我们要不要调整商业周期因素？1991 年中有相当部分时间处于衰退，其销售要略低于 1990 年。但这种差异很小，而且没有反应在净利润上。WD—40 和三合一是那种不会很受整体经济波动影响的商品。轮子总要上润滑油，不管现在是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是处于经济衰退期。

表 6-4 WD—40 的销售收入、息税前利润、净利润及利润率

（百万美元）

	1990 年 8 月	1991 年 8 月	1992 年 8 月	1993 年 8 月	1994 年 8 月	1995 年 8 月	1996 年 8 月	1997 年 8 月	1998 年 8 月
销售收入	91.0	89.8	100.0	109.0	112.2	116.8	130.9	137.9	144.4
息税前利润	23.3	23.7	28.2	33.0	32.4	31.5	32.7	34.6	34.5
减调整	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
调整后息税前利润	22.1	22.5	27.0	31.8	31.2	30.3	31.5	33.4	33.3
息税前利润率	24.3%	25.0%	27.0%	29.2%	27.8%	25.9%	24.0%	24.3%	23.1%
净利润	15.5	15.3	18.1	19.3	12.7	20.5	21.3	21.4	21.9
净利润率	17.0%	17.0%	18.1%	17.7%	11.3%	17.5%	16.3%	15.5%	15.2%

摊销、折旧和资本支出是必须要调整的项目。摊销费大部分是在抵销由于收购三合一时产生的商誉。这一商誉代表着为了使公众接受三合一这种润滑油而支付的广告和促销费用，再加上为建立分销渠道所花的钱。WD—40 必须继续以广告和销售费用来支持三合一这一品牌，以保证商誉所代表的价值不会消失。因此我们在净利润上加回摊销费用。1998 年的摊销费用为 100 万美元，这一费用将再持续 12 年。

正如在表 6-5 中表示的，公司的折旧费用要比我们计算得出的维持公司运营所必须的资本支出少一些[⊖]。维持性资本支出的数额变动

⊖ 公司通常在它们的现金流量表中报告其资本支出。我们假定每年这些资本支出的一部分是为了维持去年的销售收入水平，另一部分是为了支持其销售的增长。公司的销售与其厂房、设备和相关财产(PPE)(减去折旧的数额)之间通常有比较稳定的关系。我们计算前五年每年的 PPE 和销售的关系，然后得到一个平均值。我们以此代表公司每一美元销售收入需要的厂房、设备和相关财产。我们再把这一比率乘以公司今年比去年增加的销售额，从而得到增长性资本支出。然后我们从公司总的资本支出中减去增长性资本支出，就得到维持性资本支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的有些过大，这也许是因为实际资本支出是整体的大数额支出，而我们将其分解为维持性资本支出和增长性资本支出，因此每年只能对其作大致估计。但对于我们要达到的目的，目前的估计已经足够准确了。折旧和维持性资本支出的差额平均而言只有 30 万美元，还不到销售额的 1%。

在本例中，WD—40 支付的维持性资本支出比折旧大，这说明或者公司在乱花钱，或者公司所在行业的资本品价格在上涨。但不管怎样，差别并不明显。

表 6-5 WD—40 的折旧和资本支出 （百万美元）

	1994 年 8 月	1995 年 8 月	1996 年 8 月	1997 年 8 月	1998 年 8 月
折旧	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1
维持性资本支出	0.7	1.2	0.9	1.3	1.1
差异	－0.1	－0.6	－0.2	－0.4	0

表 6-6 WD—40 调整后利润 （百万美元）

	1994 年 8 月	1995 年 8 月	1996 年 8 月	1997 年 8 月	1998 年 8 月
调整后息税前利润	31.2	30.3	31.5	33.4	33.0
税率	38%	37%	36%	36%	36%
税后息税前利润	19.3	19.1	20.2	21.4	21.1
摊销	0.3	0.3	1.1	1.3	1.0
折旧	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1
维持性资本支出	0.7	1.2	0.9	1.3	1.1
税收调整后的息税前利润	19.5	18.9	21.1	22.3	22.1
净利润	12.7	20.5	21.3	21.4	21.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把调整综合在一起，我们就得到了1998年的可支配现金流，一共是2 210万美元，和前三年的数额非常接近(见表6-6)。这些数字与报表中的净利润没有实质上的区别。在本例中，我们进行的调整看上去没有必要，但只有在完成调整后才知道这一点。

我们完成了计算WD—40盈利能力价值的第一步，即计算公司可支配的盈余。现在需要计算适合的资本成本以使用我们的公式：EPV = 调整后盈余 × 1/R。专业财务计算，正如我们在商学院中学到的，要求计算加权平均资本成本，也就是WACC。计算分三个步骤：

(1) 为公司设计恰当的债务融资和股权融资的比例；

(2) 通过比较类似公司的债务利息成本来估计公司的税后利息成本；

(3) 估计股权成本。通用的方法是使用资本资产定价公式，其关键是决定公司股票价格相对于市场总体，比如标准普尔500的波动性。波动性的测量以beta表示，虽然金融学教授很喜欢beta，但价值投资者却对其抱批评态度。

还有一种替代的方法从股权成本的定义开始：公司必须每年每美元支付多少回报才能吸引股权投资者提供资本。这一定义认为股权成本和机会成本相同。例如，工资是雇主必须支付以吸引劳动力的金额。没有必要把计算股权成本搞得很神秘，我们可以通过调查融资者来了解他们认为必须支付多少才能融到资金。风险投资显然要比投资到WD—40风险高得多；因此潜在投资者当然要求高得多的回报。另外，我们还可以估计投资者对类似WD—40的公司要求的总收益，包括股息和资本利息。这一方法得出的股权成本为10%左右。因为长期股权回报大约在每年12%左右，WD—40拥有很稳定的盈利历史，因此10%是一个较为合理的估计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资风险越高，资本成本应该越高，但要更肯定，更准确地描述它们的比例关系就有些不太实际了。当价值投资者找到一家有稳定的和可预测的收入的公司时，他们也许只需要在联邦债券利率上加 1 到 2 个百分点就够了。举例说明如下。假设一家类似 WD—40 的公司，有稳定和可预测的收入，并且不受经济周期影响，其资本结构为 50% 的负债和 50% 的权益。如果负债的利率是 9%，则税后利率是 6%。同时，由于其利润和股价很稳定，我们估计其股权资本成本为 10%。加权平均后得到 WACC 为 8%，这等于联邦债券利率 6% 加 2 个百分点。加权平均资本成本为 8% 是比较合理的。资本成本对 WD—40 的盈利能力价值有什么影响呢？当资本成本为 6% 时，盈利能力价值是 3.65 亿美元，而当资本成本是 12% 时，盈利能力价值降为 1.83 亿美元（见表 6-7）。

表 6-7 不同资本成本下 WD—40 的盈利能力价值（净利润 = 2 190 万美元）

（美元）

资本成本	*EPV*	每股	现金/负债调整 1 400 万美元	每股
6%	365	23.46	379	24.36
8%	274	17.61	288	18.51
10%	219	14.07	233	14.97
12%	183	11.76	197	12.66

注：所有数字单位为百万，除了每股数额外。

如果我们打算对比盈利能力价值和市场价格，还得再做最后一个调整。盈利能力价值假定所有资本为股权资本；它忽略了为负债支付的利息和多余现金收到的利息。如果公司有负债的话，要从盈利能力价值中减去；如果现金超过了运营需要的话，要加回。只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样我们才能比较盈利能力价值和股权的市场价格。对于 WD—40，这一调整加回了 1 400 万美元，即 0.9 美元每股。以我们选取的 8% 计算，其每股价值为 18.5 美元。

6.2 资产价值

即使以我们的最低估计每股 12.66 美元计算，WD—40 的盈利能力价值也比其账面价值，每股 3.5 美元，高三倍。假定我们对盈利能力价值的计算比较准确，对这一差异就只有两种解释。或者是因为资产负债表低估了资产的重置成本，或者是公司有价值很高的特许经营权。也许差异并不是如此之大，也许与 WD—40 相竞争需要的股权投资要远高于账面价值 5 500 万美元。为了确定这一点，我们需要尽量准确地估计重置成本。如果仍然存在差异，我们就要检查特许经营权的价值范围。

表 6-8 WD—40 的资产重置成本 （百万美元）

	1998 年 8 月	调整	重置
资产			
现金加短期投资	14.7	0	14.7
应收账款	27.0	0.6	27.6
存货	3.7	0	3.7
其他流动资产	4.3	0	4.3
流动资产	49.7	0.6	50.4
厂房、设备、其他相关财产	3.6	0	3.6
长期投资	3.4	0	3.4
商誉和无形资产	12.5	0	12.5
其他长期资产	1.7	0	1.7
总资产	70.9		71.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，对账面价值的调整是微不足道的（见表6-8）。WD—40抵减了60万美元的应收账款，其竞争者也会遇到同样的情况。其存货是它的标准产品，或者是在包装商那里准备出售，或者是在公司里的处于浓缩品状态。这些存货几乎不会过时，而且公司的存货周转率为每年16次。公司的固定资产相对于其销售收入和总资产而言很小，而且在可用期间内被折旧。因此我们所能做的调整和对应收账款的调整一样微不足道。

当一家公司在收购其他公司时支付的价格高于被收购公司的公平市场价值，商誉就会列示在收购公司的资产负债表上。对于WD—40公司而言，商誉出现在1996年，即在它1995年从莱克特 & 科尔曼公司手中以1 500万美元收购三合一品牌以后。虽然收购的资产中也包括了少量的存货，但WD—40公司收购的主要是商标和三合一的独家销售权。这时，我们暂时不对资产进行调整。

WD—40公司利润如此丰厚，其理由显而易见，它的消费者愿意为其产品支付远高于成本的价格。这种忠诚度并非凭空得来。正如我们说过的，WD—40公司每年花费销售收入的10%进行广告和促销。在通常的会计原则规定下，广告和促销支出是费用，在利润表中列示。这使其累计的作用对消费者产生强大吸引，而且比一套五年或七年折旧的重设备要持久得多。竞争者如果要加入竞争，则要支付的多得多，因此在评估资产的重置成本时，我们不能忽略广告和促销。它们应该被认为是表外资产。

类似的，像WD—40这样的非耐用消费品厂商需要建立分销渠道来销售其商品。这同样消耗时间和金钱。收购三合一品牌的一个理由是公司可以利用三合一产品的消费者群体拓展其WD—40的销售。而其收购Lava香皂品牌的意图就在于通过其现有渠道推销这一产品。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此至少其销售和一般管理费用(SG&A)的一部分应被视为准资产。

如果我们认为广告、促销费用和销售和一般管理费用(SG&A)是表外资产——这是新进入者为了成为竞争者而必须支付的——我们要确定它应该包括多少年的费用。这一判断要基于消费品营销的经验：建立品牌和渠道需要多长时间。让我们估计需要三年时间，包括所有的销售和一般管理费用(SG&A)，虽然其中有部分确实是日常费用支出[⊖]。以每年 4 600 万美元计算，这将产生大约 1.4 亿美元的准资产，差不多是其他资产的两倍，包括有形资产和商誉(见表 6-9)。如果我们把这一资产加入到我们以前的资产总额中，资产总计为 2.115 亿美元。我们应该从中减去自发形成的负债——公司从其供货商、员工和税收机构得到的无息预付款——大约 1 420 万美元。我们还要减去公司运营所不需要的多余的现金以及其在低收益房产上的投资。它们总计 1 610 万美元。减去后约为 1.8 亿美元，我们估计这就是一个竞争者要进入 WD—40 占有的利润丰厚的润滑油市场的成本。

表 6-9 WD—40 包括三年广告、促销和 SG&A 费用的资产重置成本

(百万美元)

	重置成本
总资产，如表 6-8 中调整	71.5
三年广告、促销和 SG&A	140.0
所有资产的重置成本	211.5
减去无利息负债	−14.2
减去多余的现金和投资	−16.1
净重置成本	181.2

⊖ 购买三合一的商誉就是一种准资产：建立品牌和分销渠道所花费的钱。我们认为新进入者为了加入竞争必须支付相应的金额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.3 特许经营权价值

我们对资产重置成本的估计工作使公司账面价值由 5500 万美元上升到了 1.8 亿美元。如果我们用 8%作为资本成本，盈利能力价值为 2.74 亿美元。也就是说，公司特许经营权的价值大约是 9 600 万美元。这一价值说得通吗？为了回答这一问题，我们需要了解 WD—40 公司和其潜在竞争者各自采取的战略。

假想一种可能的场景。一家公司从 WD—40 手里抢夺了很大的市场份额，为此它不仅要在广告、促销和渠道建立上进行巨额投入，还要把其产品的价格定得比 WD—40 产品的低得多。虽然消费者不是经常消费 WD—40 的产品，但对其忠诚度很高。侵入 WD—40 的市场意味着一次赢得数以千计的消费者个体。成功的战役要消耗大量的资金。而使消费者转换产品意味着很高的搜索成本，因为每个消费者会问新出现的产品是不是可以做到所有 WD—40 或三合一的产品能够做到的。

价格如何？即使在零售店，WD—40 的产品也很难说贵。小听的润滑油卖价低于 2 美元，而一听容量为 11 盎司的 WD—40 的价格在 3 美元以下，对于大多数使用者来说，它差不多可以用一辈子。如果竞争产品的价格低 10%的话，将很难吸引消费者仅仅为了 30 美分就转换他们一直相信的品牌。但 10%的降价将会使竞争者的投资收益降到没有吸引力的程度。这就是我们在表 6-10 中比较 WD—40 和其竞争者时发现的，我们假定最初每一个 WD—40 和其竞争者都占有现在市场的 100%份额。

但这一假设显然是站不住脚的。更现实一点的假设是对 WD—40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其竞争者的产品的需求不会增长，而两个公司瓜分了整个市场。而市场分割的状况有利于 WD—40。我们给它分配的份额是 75%，我们认为这是比较保守的。如果它选择和竞争者同样的价格，如同在表 6-10 中所示，它将因为消费者的忠诚度而销售得比较多。但由于它的广告和营销费用是固定成本，并不随数量而变化，如果它的销售量增高，这一成本就在更多的产品上分担，从而单位成本就较低，利润较高。在此场景下，竞争将会大大减少 WD—40 的收益，但其潜在竞争者将会遭受亏损。如果潜在竞争者是理性的并能很明智地评估其投资前景，WD—40 就可以不必为竞争而担心。

表 6-10　不同市场份额假定下 WD—40 和其竞争者的回报状况

（百万美元）

	每个拥有 100%市场份额		现实中的市场份额	
	WD—40	竞争者	WD—40	竞争者
市场份额	100%	100%	75%	25%
销售额	144	130	97.5	32.5
销售成本	63	63	39	13
运营费用	47	47	47	47
息税前利润	34	20	11.5	－27.5
税后息税前利润	22	13	7.4	－17.8
投资	181	181	181	181
投资回报	12%	7%	4%	－10%

进入壁垒的存在保护了 WD—40 公司。多年的广告促销，使得消费者对 WD—40 十分满意，这就使得竞争者很难劝说消费者转向新产品。很高的转移成本至少会影响产品价格和购买率。因为消费者的成本很低，因此竞争者必须以一个低得多的价格出售其商品才有可能对 WD—40 公司形成挑战——但过低的价格将使其难以获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且像我们说过的那样，它还要为广告和销售渠道的建立花费巨资，却又不能在足够多的产品上分摊。下面就是表 6-10 要表达的意思：规模经济使得 WD—40 公司利润率高，而且当竞争恶化时，它能够在价格比竞争对手低的时候还保持盈利。最后，整个公司很小。对于大多数可能的新进入者而言——比如杜邦、道尔等化工企业，和宝洁、联合利华等消费商品厂商——不值得与其竞争。即使它们愿意加入竞争以赶跑 WD—40——结果其实很难说[⊖]——它们获得的胜利也很难弥补它们为了取胜而忍受的多年的亏损。因此这一进入壁垒之所能够发挥功效在一定程度上是由竞争对手所付出的努力得不偿失。

因为有如此好的对付竞争者的条件，WD—40 公司也许有比它实际使用的更强的定价能力。正如降价 10% 也很难吸引新的消费者一样，它稍微提高一些价格也不会引起消费者的抵触。因为所有这些提高的收入会直接进入税前收益，销售收入 10% 的提高意味着利润 40% 的提高。即使收入只上升 5%，利润和盈利能力价值也会提高 20%。这样的话，将使每股内在价值提高到 21.35 美元，而公司总的内在价值为 3.33 亿美元。

6.4 缓慢地增长比不增长好

回到价值评估上，我们需要对盈利能力价值评估方法的一个变量进行深入思考。WD—40 只需很少的再投资就可以维持其业务运

⊖ 事实上，杜邦、通用电器、3M 和 Borden 都曾试过，但当损失出现时它们全都放弃了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，它几乎把所有的盈利都以股利形式支付给了股东。1998 年的股利是每股 1.28 美元，而其当期盈利是每股 1.4 美元。它已经持续派发股利近 3/4 个世纪，并以平均每年 3% 的速度缓慢增长。其净利润的增长速度也大致如此。由于大部分收益都以股利形式支付给了股东，因此股东没有从股票价格上获得很大收益。在这种情况下，适合用股利折现模型来对股票估值。

相应的计算公式是：$V = 股利/(R - G)$。R 是资本成本，G 是股利的增长率，过去 10 年内基本上是 3%。如果我们按照 8% 计算资本成本，则 $1.28/(0.08 - 0.03) = 25.6$ 美元。这比无增长的盈利能力价值高 45%。[⊖]

当股票价格在 18 到 19 美元时，WD—40 的温和增长，加上未用的提价能力，提供了安全边际。在这个价格上，WD—40 看上去是一个很吸引人的投资对象；盈利能力价值支持了目前的价值，而增长和定价能力还未被考虑。在 20 世纪 90 年代，WD—40 的股票价格在 1997 年和 1998 年大幅攀升，从低至 12.5 美元的价格上升到高达 32 美元的价格。股价从那时起开始下降，到 2000 年年底，卖价为 19.5 美元。事后来看，很明显 32 美元的价格过于乐观，至少在短期内是如此。至于 19.5 美元的价格，还是比较公平的——这是一个合理的投资，但不吸引人。时间会说明一切。

⊖ 对于每年股利增长 3%，我们假定 WD—40 历史的增长状况将持续，并且它不必为这一增长购买大量的流动或固定资产。这些假设未必能够得到保证，我们将在第 7 章讨论成长性的盈利能力问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 走进英特尔

特许经营权下的成长性的价值

7.1 收购"好"公司

最近几年，由于价值投资法偏好于实物资产和当前盈利能力，因而阻止了价值投资拥护者投资于高技术企业和其他"成长性"股票。这种想法是有一定道理的，特别是对于传统的格雷厄姆和多德投资者来说更是如此，但是它忽略了现代投资者开发出的定价模型中的某些重要的创新成分。沃伦·巴菲特和其他一些杰出的价值投资者偏好于那些"好"公司的股票，所谓"好"公司指的是那些像可口可乐那样具有成长性的公司。在这一前提下，好公司——有时升级为"大"公司——是指那些尽管需要现金来维系公司发展，但仍然能够向投资者分配现金的公司。这与那些因其未来收入和收益预期较好而吸引众多投资者的公司通常不是一回事。

对于价值投资者而言，以公司的成长预期为基础的投资必须满足两个条件。首先，他们认识到并非所有的成长性都能创造价值。对于大多数公司——更准确地说，对于大多数公司的股东来说——成长性充其量只是一种收支平衡的状态。这一说法适用于那些通过出售更多小玩意实现扩张的高科技公司和通过增开销售点扩张的饭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

店经营者。成长性只有在具备有利的、可持续的特许经营权的情况下才能创造价值，这种情况在现实生活中很少。其次，并非所有的成长性——甚至有一定价值的成长性——都能通过精确的定价公式进行准确评估。由于价值投资者需要安全边际，所以他们只会按估计价值的一定折扣买入成长性，这个折扣必须足以补偿他们所面临的价值评估的不确定性。理想的价格是零：对流动资产和盈利能力支付全价，免费获得成长性。

对于价值投资者来说，只要时刻记住成长性既是有价值的，也是廉价的这两个条件，高科技公司和其他成长性领域就充满了机会。为了解释对成长性投资的过程，我们看一看英特尔公司的历史，因为它一开始就是一家具有成长性的高技术公司。

7.2 建在沙地里的城堡

无论从哪个角度讲，英特尔都是商业历史上最成功的案例之一。英特尔成立于1969年，到2000年1月公司资本的市场总值已经达到2 750亿美元。它在1999年《商业周刊》全球1 000强中排名第七。其销售收入为290亿美元，在美国财富500强中排名第39位。它处于半导体行业的最高峰，对于世界经济来说，它在20世纪最后15年里所产生的意义就像铁路在19世纪、汽车和电在20世纪上半叶的意义一样重要：它是经济增长和生产力发展的强力发动机。它最初的总裁们都是些传奇式的人物：乔丹·摩尔提出了储存器芯片的储存能力每18至24个月就会翻一倍(后来扩展到逻辑芯片)的“定理”；安德鲁·格鲁夫将偏执狂的地位提升到一定的高度，他将大多数人认为是严重精神错乱的想法引入管理理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们对英特尔的兴趣不在于它如何成为半导体行业的主宰或者偏执狂是否是高科技企业管理的重要组成部分。我们主要是从价值投资者的角度来看英特尔公司。凭着我们对事后情况的了解，我们可以毫不含糊地说在英特尔公司1971年上市后，对其进行投资简直就是天才的行为。在10年后的1981年，在20年后的1991年对其进行投资也是如此。在2001年买入英特尔的股票是否也能得到同样的回报就很难说了。在2000年的前五六个月的时间里，英特尔最终因几年来的稳定发展受到了市场的良好评价，然后人们预测这种发展势头将一直保持到遥远的未来。但到2001年年初，英特尔的股价从最高点下降了60%，回归到一些价值投资者愿意尝试投资的价位。

正如我们前面所说的，价值投资者认为公司资产的重置成本、特许经营权的当前盈利能力和特许经营权下的收益成长性是内在价值的三个源泉。投资者对他们为资产重置作出的估计很有信心：它是现时的，可以准确衡量。但对于超过资产价值的非现时盈利能力价值部分却不那么肯定。收益本身是很确定的，但是这些收益的价值取决于公司在明年及至以后很多年内的表现。即使是最知名的公司也可能失去它的领先地位，眼睁睁地看着自己的利润空间在新入竞争者的压力下逐渐萎缩，或者发现自己的服务或产品不再适合市场需要。因此，价值投资者只有在具备足以缓冲潜在失势的安全边际的情况下才愿意以公司的盈利能力价值为基础收购公司。

最难估计的价值是未来收益成长性的价值。成长性价值的不确定性主要源于两个方面。首先，我们需要假设公司在未来几年里按特定的比率增长。事实也许确实如此，也许并非如此，我们不能完全确定。其次，我们还假设成长性是有利可图的，也就是说，成长性以具备特许经营权为前提。没有相应销售量增长的配合，收益很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难增长，至少不会持续很长时间。没有所需资产的增加，销售量也很难大幅增长。资产需要投资；投资需要资金。因此，我们定义的盈利性成长指的是支持收益增长而增投的资产的收益率超过投资成本增长率。否则，不论公司建了多少工厂，雇佣了多少劳动力，无论公司销售量有多大，甚至每股收益膨胀有多快，它也只能达到收支平衡。

能够在特许经营权下成功发展的企业并不很多。一些最基本的市场经济规律阻碍了它们的发展：边际报酬递减规律；创造性破坏；超额利润市场对创业者的吸引；专利权和版权保护期有限等其他一些正常壁垒；领导者精力和欲望的逐渐丧失。能够克服这些局限性的是大公司所拥有的强大资源：能够充分利用研发、生产、营销、分销优势的规模经营；全球品牌效应；廉价资本来源和在位政客的支持。尽管具有这些优势，但是如果大公司真的很容易就实现获利的增长，我们就应该在全球看到更多像微软、可口可乐那样的大公司，而不用挖空心思去想是否还有其他诸如此类的大公司。

7.3　英特尔的历史

促成英特尔诞生的一系列事件听起来像创世纪中的故事。这个故事从贝尔实验室开始。在那里，约翰·巴丁，沃尔特·布拉坦因和威廉·夏克莱于20世纪40年代后期发明了电子晶体管，它是真空管的有效替代品，并且已经成为电子数字积分计算机(ENIAC)的核心部件。1956年，他们三人因发明电子晶体管而获得诺贝尔奖。当年，夏克莱离开贝尔实验室，建立了自己的公司——夏克莱实验室。一年后，夏克莱八个最好的工程师在谢尔曼·费尔柴尔德的财务支持下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离开实验室建立了新的公司。这样在夏克莱实验室之后，又诞生了费尔柴尔德半导体公司。在费尔柴尔德公司，罗伯特·诺伊斯负责把几种晶体管集成在一块硅片上，发明了后来我们所说的集成电路。此后，随着一些人才离开费尔柴尔德公司创建自己的公司，费尔柴尔德公司开始分裂。1967 年，在费尔柴尔德公司之后，又产生了国民半导体公司，它是由查尔斯·斯伯克在离开后建立的新公司。一年后，诺伊斯和乔丹·摩尔决定离开，这使得他们最有前途的发明濒临破产。他们给亚瑟·洛克打电话，亚瑟·洛克是在“风险投资家”这个名词出现之前产生的一位风险投资家，他在两天之内筹措了足够的资金，创立了自己的企业。于是，在费尔柴尔德半导体公司之后英特尔诞生了。

英特尔最初的业务是设计和生产计算机储存芯片。虽然它在 1971 年开发了第一个微处理器 4004，但是公司的主要产品还是集成电路。集成电路当时已经取代磁芯成为大型计算机的储存部件。这些芯片比磁芯体积小、速度快、价格便宜。这三个优点使得储存业务给英特尔带来巨额利润。那时候，促使早期储存芯片走向成功的技术还没有发明出来，英特尔也不是当地——后来被人们称为“硅谷”——惟一一家生产储存芯片的公司。但是它成功地将产品设计、处理技术和客户服务结合起来，很快成为储存芯片业的龙头老大。费尔柴尔德半导体公司，许多工程师和发明的发源地，从此变得默默无闻。

1971 年，英特尔成为上市公司，它在首次股票发行中出售了 307 000 股股票，筹集了 7 200 万美元的资金。它继第一年的经营亏损后(但它的确赚回了利息和一些非经营性收入)，就转入了连续营利的时期，这一直延续到 1985 年。公司通过把硅这种廉价的原材

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料，转变成有价值的基本产成品——储存芯片和后来的微处理器——而发迹。它通过有组织地使用具有丰富科学知识和工程技术的人力资源创造了这一神话。

我们用几句话概括英特尔前30年的历史。尽管英特尔在20世纪70年代时并不是市场的领导者也不是高效的生产商，但它从储存芯片上赚了很多钱。大约在1980年，它的一款微处理器8088被IBM选作IBM个人电脑的中心处理设备。同时，个人电脑革命展开了，英特尔开始在储存芯片业务方面赔钱。日本大型跨国公司日立和富士通在动态随机存取存储器(DRAM)领域的各个方面击败了英特尔：他们生产出质量更好(次品更少)、价格更便宜的芯片，并且向与自己有密切业务联系的制造商提供更优惠的价格。

经过长时间的思索，尽管英特尔从诞生那一天起就与储存芯片联系一起，乔丹·摩尔和罗伯特·诺伊斯在1985年决定放弃储存芯片业。从那以后，英特尔致力于微处理器的生产和开发，这包括早期的PC芯片和后来功能更加强大的芯片以及用于网络、工业和计算机上的其他处理器。自从英特尔在20世纪80年代中期走出储存芯片行业亏损后，盈利状况一直很好。尽管发展的速度已经不如从前，但它一直在增长。英特尔在整个发展历史中，都投入大量资金开发人力资本。当它认为竞争对手或以前的员工侵害它的专利权时，就会诉诸法庭。

从一些数字和图表中可清楚地看出英特尔在行业发展和持续盈利方面的成功。1971年，英特尔的销售收入是9百万美元。到1998年，激增到260亿美元。英特尔在第一个盈利年头1972年的净收入略高于1百万美元，但1998年这个数字已经达到60亿美元。我们忽略英特尔上市头几年情况，因为它可能是误导性的初始数据，而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些数据要被用来计算增长率，因此我们从英特尔 1975 年的情况看起。尽管如此，我们仍能看出公司扩展速度极快。公司在 1985 年遇到了麻烦，它摆脱了动态随机存取存储器行业，但是很快恢复过来。在整个 24 年的时间里，英特尔的销售增长率平均保持在 24%，净收入增长率保持在 28%。在世界历史上很少有公司能够达到这个纪录。

表 7-1 和图 7-1 显示了这些情况。图 7-1 中的纵轴采用对数刻度；每一刻度代表的数值是下一刻度代表数值的 10 倍。从图中我们可以得到三条信息：增长持续了 30 年；英特尔在 20 世纪 80 年代中期出现了困难；指数增长率随着公司规模的扩大而缩小。英特尔用了大约 5 年的时间使公司的销售额从 1 亿美元上升为 10 亿美元；用了 11 年的时间使公司的销售额从 29 亿美元上升为 290 亿美元。随着“负重”（现时销售额）的增加，“爬山”变得越来越困难。这就是成功的苦恼。

表 7-1　英特尔销售额与收入增长情况 1975～1998　（美元）

年　份	净销售额	净收入
1975	136.79	16.27
1980	854.56	96.74
	44%	43%
1985	1364.98	1.57
	10%	-56%
1990	3921.27	650.26
	23%	234%
1995	16 202	3566
	33%	41%
1998	26273	6068
	17%	19%
1975～1998	26%	29%

注意：百分比代表每年的变化率，美元金额的单位是百万。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

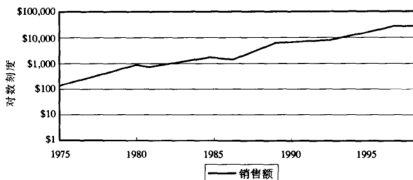


图 7-1 英特尔收入增长情况，1975 ~ 1998

7.4 定价一：资产重置成本

英特尔无论从哪个角度来讲都是非常成功的。我们的问题是：价值投资者利用我们开发的定价工具进行分析，会不会在英特尔历史发展的某个时点上买入英特尔的股票呢？这一决策的制定取决于当时的信息是否完备；如果允许有后见之明，那么所有的人都可以成为天才。

公司定价的第一步是计算公司资产的价值。正如我们在第 4 章所说的，有三种方法可以用来评估公司资产的价值。最保守的方法就是格雷厄姆和多德提出的实净法：资产价值等于流动资产减所有负债，对设施、不动产、设备和其他长期资产不赋予任何价值。无论哪一天，股票价格低于实净价值的上市公司都为数不多，也许只有濒临破产的公司才会出现这种情况。任何盈利的公司都不会按清算价格买卖。

第二种以资产为基础的定价方法就是比较公司股票价格和每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账面价值。账面价值是资产负债中的所有者权益除以股票数量得到的数值。由于权益资本等于总资产减总负债，账面价值可能包括商誉和其他实际价值远低于资产负债表价值的无形资产。按账面价值的折扣价格买入股票是一种非常成功的投资战略。我们不需要对财务报表中的数据进行调整，这种方法适合于那些不愿意做大量计算工作的投资者。市场上也很少有按账面价值出售的成功企业，按价值投资者期望的折扣价格出售的公司就更少了。

表 7-2 列示了英特尔在 1975 年后的五年间的账面价值和市场价值情况。如图 7-2 所示，公司市场价值与账面价值在这段时间的比率图使两者之间的关系更加明朗。在 1980 至 1990 年间，英特尔公司的股票都是按 2～4 倍于账面价值的价格交易的。其中每一年英特尔股票的最高价和最低价都不同于年末的价格。只有在 1987 年上半年的股市高涨期，公司的市场价值才超过权益资本的 4 倍——而在 1995 年以前，投资者就已经断定只要不以超过公司账面价值 4 倍的价格买入像英特尔这样的成功企业的股票，则仍能赚钱。

表 7-2 英特尔公司的账面价值和市场价值，1975～1998 年

（百万美元）

	1975 年 12 月	1980 年 12 月	1985 年 12 月	1990 年 12 月	1995 年 12 月	1998 年 12 月
账面价值	74	433	1 421	3 592	12 865	23 578
市场价值	503	1 760	3 447	7 812	50 167	197 761
市场价值/账面价值	6.8	4.1	2.4	2.2	3.9	8.4

市场价值与账面价值比值分析法速度快但不精确。为了得到更为精确的数值，我们必须逐项审核资产，以便确定它们的重置成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

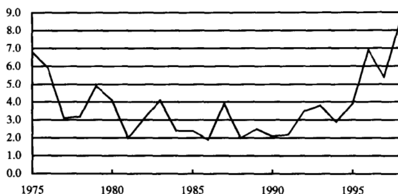


图 7-2 英特尔公司的市场价值与账面价值比率，1975～1998 年

我们在第 4 章和第 6 章已经做过练习，调整的原则依旧保持不变。表 7-3 列示了英特尔公司 1975 年财务报表中的资产项目。

表 7-3 英特尔公司资产表，1975 年 （百万美元）

资产	账面价值	为得到重置成本进行的调整	调整数	重置成本
流动资产				
现金	19.3	无	0.0	19.3
应收账款（净值）	29.9	加回坏账准备调整为可收款项	1.0	30.9
存货	20.1	如果按 LIFO 法计价，加上 LIFO 存货储备调整为营业额	0.0	20.1
预付账款	0.0	无	0.0	0.0
递延税款	0.0	折为现值	0.0	0.0
其他流动资产	4.8			4.8
流动资产总计	74.1			75.1
不动产、工厂及设备（净值）	28.5	原始成本加调整值	0.0	28.5
商誉	0.0	与产品组合及研发有关	0.0	0.0
总资产	102.7		1.0	103.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上我们并未对资产负债表中报告的数值做任何的修改。英特尔公司没有使用后进先出法(LIFO)来计算存货价值，也没有收购其他企业，它的财务报表中没有商誉这一项。这就要求我们必须对公司的设施、设备和不动产进行仔细的检查。

英特尔在圣克拉拉地区拥有芯片工厂，在那里，它装备了先进的设备和干净的厂房来生产集成电路。它在 1975 年还是一个年轻的公司，所以所有的设施和设备都没有过时。但是，行业情况变化迅速，半导体资本设备的淘汰速度比英特尔提取折旧的速度快。竞争者可能会用低于资产账面价值的价格购置同样的设备和设施。

我们可以通过把设施、设备和不动产的报告价值与英特尔公司实际的资本支出相比较来检验账面价值的现实性(见图 7-3)。从英特尔整个上市历史来看，公司每年的净设施、设备、不动产价值都大于前四年的资本支出，小于前五年的资本支出。只要人们认为竞争者只需用少于四年的支出就可以重置英特尔公司所有的生产和研发设备，我们就可以说英特尔公司的净设施、设备和不动产的报告价值被高估了。相反，如果英特尔公司的净设施、设备和不动产的报告价值低于实际的市场价值，那么它就没有必要每五年支付相同的

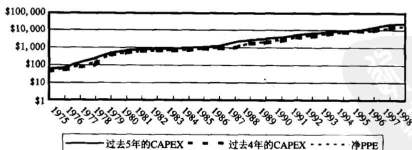


图 7-3 英特尔公司的资本支出与 PPE，1975 ~ 1988 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金额。当我们把净设施、设备和不动产报告价值与资本支出相比较时，我们发现公司净设施、设备和不动产的报告价值是合理的。

如果竞争者想购买资产与英特尔公司竞争，这些资产在1975年的公司报表中是找不到的。而这并不意味着这些资产不存在。我们不要忘记英特尔是一支新经济股票，它的出现比“新经济”这个名词出现得还早。作为储存芯片早期的主要生产商和微处理器的制造商，英特尔投资于以知识为基础的资源——设计和制造半导体所需要的科学和工程技术——并向客户提供知识密集型的产品，这些产品是计算机和工业设备的大脑和记忆工具。但是英特尔的投资不会出现在资产负债表上，因为根据会计准则，研发费用通常被看作是收益性支出而不是资本性支出。在研发方面支出的资金能够持续地为公司创造利润。设计和生产芯片所需的技术并不是廉价技术。一旦购得这些技术，它们将带来持续价值。当然并非所有的知识都体现在研发费用科目里，有一些无疑会作为制造费用计入产品成本。

没有计入英特尔公司损益表中的知识投资数量可观。我们前面说过，1975～1998年的研发费用平均占销售收入的11%(见图7-4)。任何想要与英特尔竞争的公司都必须支付大量的资金来培养等价的

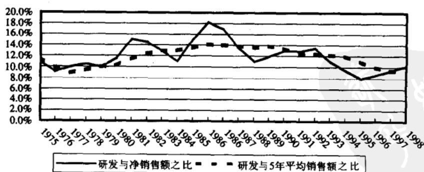


图7-4 英特尔公司的研发费用与净销售额之比，1975～1998年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业技术。这需要多少钱呢？一些分析师建议把研发费用作为一项资本支出，在五年内直线折旧。如果把问题简化，将去年的资本支出完全看成一项资产，我们就可以计算出这项表外无形资产的价值，也就是竞争对手要进入行业必须投资的金额。1975 年，这个数字是 2 700 万美元。这将使资产重置成本提高 40%，权益资本的账面价值从 7 400 万美元提高到 1.01 亿美元，上升 37%。

还可用其他方法来计算知识的重置成本。如果我们使用过去三年的研发费用的总和，这个数字就会高于我们的累计折旧；如果使用过去两年的研发费用之和，这个数字又会低于我们的累计折旧。所有这两种方法都会低估重置成本。也许竞争对手必须花费五年研发费用才是可行的，或者高价雇佣英特尔的关键员工，然后承担英特尔起诉所产生的法律费用。我们使用五年的折旧数额作为英特尔知识储备重置成本的保守估计量。

竞争对手要想与英特尔竞争，还有一项无形表外资产是必须创造的。几乎所有的公司都要对自己的产品进行市场营销。在英特尔的案例中，虽然公司在成立几十后才开始投入大量资金来向消费者宣传英特尔处理器的优势，但是公司在一开始就向大量的成熟买主出售高技术产品。这些在销售方面所做的努力远比邮寄定制品及为半导体产品定价更重要。销售经理必须了解客户的需要，才能获得合同。任何新人竞争者都必须建立与客户之间的亲密关系，了解他们的特定需求才能直面英特尔的竞争。所有这些努力都需要钱，建立与客户公司工程师之间的关系还需要时间。

要想在市场营销方面花费与英特尔同样数量的资金是不可能的，这部分资金包括销售人员的工资、奖金以及广告费用和其他营销费用。英特尔的广告费用不断增加，但是在 1990 年以前广告费用从来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有达到营销和一般管理费用的8%。要想合理计算竞争者为了与英特尔竞争所必须花费的金额，我们必须进行一些估计。

（1）计算营销和一般管理费用占销售收入的比例，把它与当前销售数额相乘。

（2）我们假设竞争者需要花费三年的营销费用才能跟上英特尔的速度。

（3）我们将营销和一般管理费用的一半用于管理业务，另一半用作市场营销。

以上每一个假设都可能受到挑战或更正。我们的目的是要计算出一个合理的数值，该数值将作为新入者应该面临的重置成本加入英特尔的资产价值。该数值在大多数年份里比研发费用的调整额高（见表7-4和图7-5）。

表7-4 英特尔公司的调整后账面价值，1975～1998 （百万美元）

	1975年12月	1980年12月	1985年12月	1990年12月	1995年12月	1998年12月
账面价值	74	433	1421	3592	12865	23578
研发费用调整	27	190	500	1149	3202	6377
营销费用调整	39	260	698	1616	4822	7822
账面价值调整	141	883	2620	6357	20889	37777
市场价值	503	1760	3447	7812	50167	197761
市场价值与调整后账面价值的比率	3.6	2.0	1.3	1.2	2.4	5.2

将研发费用和营销费用考虑入内进行调整后，英特尔公司的市场价值与账面价值比率大幅度降低。在1975年后的几年中，英特尔公司的股票都是按调整后的账面价值交易的。（我们重申：我们使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

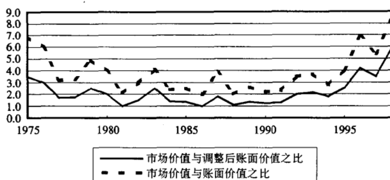


图 7-5 英特尔公司的市场价值与账面价值比率以及

市场价值与调整后账面价值的比率，1974 ~ 1998

的是年末的权益资本价值和年末的价格。有些年份年中价格会低于前一年年末的价格。)

从 1982 年开始，英特尔开始投资于其他公司，目的是为了促进英特尔整体战略的实施，刺激人们对微处理器的广泛需求。英特尔每天对其战略投资组合中的上市公司股票进行盯市；对于以私募形式控股的公司，英特尔按成本对其股票定价。在此我们没有理由对公司的行为提出质疑。仅当那些以私募形式拥有的股票数量因英特尔的投资而大幅下降时，我们才有必要调低所有者权益数额。

我们尚未对英特尔债务的账面价值进行调整。多年以来，公司积累了大量的递延税金。如果该数字折算到现在，债务总额就会下降，权益资本会因此而提高。但是所需调整的金额很小，直到 1995 年后，调整金额才变得比较突出。当时，英特尔公司的市场价值大大超过其账面价值。

用账面价值或调整后的账面价值来衡量，历史上有三个购买英特尔股票的良机，它们分别是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）1982 年 1 月。当时公司的市场价值降至约 9 亿 2 500 万美元，而 1981 年年末，公司调整后的账面价值超过 10 亿美元。

（2）1986 年 8 月。当时的市场价值是 20 亿美元，相比之下，公司调整后的账面价值是 25 亿美元。

（3）1988 年年底。当时调整后的账面价值是 39 亿美元，大致与市场价值持平。

如果投资者幸运地在市场价值低于调整后账面价值的时候买入英特尔的股票，那么结果将是非常喜人的。在那些时候购买股票后，股票的价值从未大幅下降过，其后五年的收益非常丰厚。上列的这些日期都发生在从 1982 年开始的大牛市行情中，这个行情一直持续到 2000 年。英特尔的投资者可谓一路顺风。此外，即使投资者在 1982 年年初买入英特尔股票，并且在英特尔历史上非常艰难的时候（当时英特尔的收益率略低于标准普尔 500 指数的收益率）将其抛出，仍可以获得不菲的回报（见表 7-5）。

表 7-5 英特尔股票价格升值情况（在所选定的期间内）

日期	初始价格/美元	期末价格/美元	以复利计算的年收益率（%）	标准普尔 500 的年收益率（%）
1982/1～1987/1	47	895	13.8	14.6
1986/8～1991/8	82	3.14	30.8	6.5
1988/12～1993/12	1.48	5.29	29.0	17.5

注：股票价格已反映了股票分割的结果。

7.5 定价二：盈利能力价值

我们现在为英特尔公司收益前景进行定价。在此我们将采用前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面为 WD－40 定价的以盈利能力为基础的方法。前提假设是公司零增长，目前的收益水平能持续很长时间，股东作为公司的所有者接受公司可分配收益的一定比例作为个人收益。零增长假设在 WD－40 的案例中运用得很好，但是它不适合英特尔公司的情况。英特尔是一个处在急速变化和扩张行业中的充满活力的公司。因此我们需要对英特尔进行大量的战略分析才能对公司在某一年的盈利能力进行合理估计。由于我们要回答的问题是：根据我们确立的定价标准，英特尔的股票能否或在什么时候会给投资者带来盈利机会，所以我们只能参考当时可以利用的信息。

以盈利能力为基础对公司内在价值进行估计需要做两步工作。首先，调整报告收益以获得能够体现投资者从公司所取得的现金的数字。其次，选择能够反映利息率和公司相对于其他投资选择的风险性的贴现率。调整收益除以贴现率就可以得到收益能力价值（*EPV*）。

7.5.1 调整收益：特殊费用、商业周期、研发费用、销售和一般管理费用

我们将关注公司 1987 年以后的发展情况，从那时起，英特尔放弃了储存芯片行业，同时个人电脑革命开始阔步向前。与 WD-40 的情况一样，我们从经营收入开始调整。第一项调整涉及特殊费用。公司在再评估公司资产如存货、设备和其他投资时，或制定裁员、关闭工厂和其他类似规定时，通常要注销一部分价值，我们称之为特殊费用。我们把这部分特殊费用与公司经营收入分开计算是因为它们是不影响公司永久盈利能力的独立事件。但实际上，它们中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一项都代表着公司在经营过程中实际支出的费用。如果这些费用持续多年，那么就意味着公司低估了公司的经营成本。为了消除这些特殊费用的不稳定性，我们取当年及前四年特殊费用的平均值，将其从经营收入中扣除。

其次，像 WD—40 一样，英特尔公司的销售和盈利也受经济周期的影响。英特尔在 20 世纪 70 年代进入储存芯片行业之时，它的经营收益率高时达 30%，低时为 20%。但是当它进入微处理器行业时，当时这还是个缺乏竞争、增速很快的行业，它的收益率不可能变化很大。在 1987～1991 年间，当销售额急速增长之时，公司的经营收益率却稳定在 20%左右，甚至在 1990 年萧条期也是如此，所以我们认为使用 20%的 EBIT 值是一种保守的做法(见表 7-6)。

表 7-6 英特尔报表显示的 EBIT 利润率 （百万美元）

	1987 年 12 月	1988 年 12 月	1989 年 12 月	1990 年 12 月	1991 年 12 月
销售额	1907	2875	3127	3921	4779
EBIT	246	594	601	858	1，080
EBIT 利润率	12.9%	20.7%	19.2%	21.9%	22.6%

第三，对英特尔来说，研发费用是每年的主要支出，从 1987 年到 1991 年，每年平均的研发费用要占到销售收入的 12%，而且很少低于这个比例。这些年是英特尔的发展年，我们必须假设研发费用中的一部分支持了英特尔的发展。但是在集成电路这个日新月异的行业，任何公司都需要大量的研发费用以保持不败之地。为了计算出收益零增长情况下公司盈利能力的准确状况，我们应该把研发费用中的一部分加回到经营收入中去。但是加多少呢？我们可以采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算资产重置成本的方法，把研发费用看作是一项资本投资，在五年内进行折旧。每年的费用就是公司的折旧费，它会少于公司的实际研发成本。第二种可供选择的方法是估计出一个维持研发费用。估计的方法是通过将研发费用资本化成资产，然后计算出销售额与资产的比率，再用这个比率乘以新增销售额从而得出研发费用的增长额。维持研发费用就是研发费用扣除增长额后剩余的部分。第三种方法是参考与公司情况最接近的竞争对手的研发费用，在本案例中，我们可以选用 AMD 公司的研发费用作为英特尔公司的必要研发费用。最后一种方法，我们可以估计一个数值，给出英特尔研发费用的一定比例(我们用 25%)作为维系公司增长的研发费用，然后把它加回到公司的 EBIT 中去。我们选用最后一种方法，这种方法是最保守的(因为它比其他方法产生的收益增长幅度都小)，也是最容易实施的。

第四，研发费用的调整方法也可以应用到销售和一般管理费用(SG&A)中去。我们在总费用中再加上 25%(一个粗略的估计)，同样，这也是一种合理而且保守的方法。

第五，我们不能忽略税赋。这些年来，我们承担的税率一直是 38%。这比英特尔审计后的财务报表中报告的会计税率要高。这也是一个合理但比较保守的估计税率。

第六，我们需要调整折旧、摊销和资本维护支出。这里就需要一些行业知识。考虑到生产能力的提高，半导体资本设备(英特尔用来制造微处理器的体积巨大、价格昂贵的机器)的成本在过去几年里下降了。结果，英特尔公司按机器历史成本为基础计提的折旧费用超过了英特尔公司为了维持生产水平必须支付的金额。我们不应把所有的折旧和摊销(D&A)都加到 EBIT 中去，相反，为了简化运算，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们只加回25%，并假设其他75%足够支持维修费用。在这些计算中，25%这个比例并没有什么特别的；我们选择这个数字只是因为它比较合理而且比较保守。

通过以上计算，我们可以得出英特尔1987年至1991年调整后的可分配经营收入(见表7-7)。做完这些工作后，我们发现净收入的报告值与经过调整的税后收入之间的差别并不大，但这只是一个粗略的计算。

表7-7 英特尔的调整后可分配经营收入(1987～1991年)（百万美元）

	1987年12月	1988年12月	1989年12月	1990年12月	1991年12月
销售额(净值)	1 907	2 875	3 127	3 921	4 779
报表中的EBIT	246	594	601	858	1080
按销售额20%计算的EBIT	381	575	625	784	956
特殊项目的平均调整值	(14)	(10)	(30)	(21)	(11)
加回25%的研发费用	65	80	91	129	155
加回SG&A的25%	154	194	212	283	346
调整后的EBIT	587	838	899	1 176	1 445
调整后EBIT利润率(%)	31	29	29	30	30
税(38%)后利润	364	519	557	729	896
加回25%的研发费用	43	53	59	73	105
调整后收入	407	572	616	802	1000
调整后收入的收益率(%)	12	20	20	20	21
报表收入	248	453	391	650	819

7.5.2 从调整收益到盈利能力价值

我们已经对分析师准确计算贴现率的能力表示了怀疑。在对英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特尔所考察的时间段内，我们发现长期利率从 12%左右下降到 7%以下，无风险收益率从 13%以上降到 6%以下。由于公司很少在账面上出现净负债(即扣除现金和短期投资后的负债)，所以它的加权平均资本成本并没有因借款利率低于募股成本而得到改善，特别是考虑到利息支出可以在税前扣除这种情况后更是如此。肯定存在着一种更简便、更稳定的计算贴现率的方法。在 WD-40 的案例中，我们使用了 8%的资本成本，它是由 6%的债务成本和 10%的募股成本进行加权平均计算后得出的。考虑到英特尔公司收益率的较大波动性，它的收益应该用更高的利率进行贴现。我们认为 12%是一个合理的数字——比标准普尔 500 长期收益率高出几个百分点，这对大多数投资者来说是一个可以接受的回报率，至少在 20 世纪 90 年代的大牛市行情之前是这样。

有了盈利能力(经过调整的税后 *EBIT* 值)和贴现率，我们就可以计算英特尔的盈利能力价值了。在将资产价值和市场价值进行比较之前，我们需要做进一步的调整。计算得出的资产价值和引用的市场价值指的都是扣除债务以后的权益资本部分。通过以账面价值作为起点，再加回调整额，实际上已经从英特尔资产的重置成本中扣除了负债，得到了公司资产的价值。为了保持一致，我们需要做同样的工作，从盈利能力价值中扣除未偿债务。此外，这些年来英特尔账面上一直有大量的现金——这远超过了英特尔的经营所需。当我们计算资产价值时，必须把这部分现金包括在内。由于我们还没有把这部分额外的现金考虑到盈利能力价值——经营收入减现金帐户的利息——中去，所以我们应该把它加入盈利能力价值。这部分现金当然应该成为权益资本价值的一部分。任何购买公司股票的人在拥有公司其他资产的同时也拥有这部分现金。扣除付息债务的账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面价值，再加上超过销售额 1% 以上的所有现金后，就得到了现金-债务调整值，这一调整值使得三种价值具有可比性。而其中占销售额 1% 的现金是维持公司正常运转的标准必需金额㊀。做完这些调整后，我们得到了英特尔 1987 年到 1991 年的下列数据（如表 7-8 所示）。图 7-6 画出了这些数据，并在此基础上分别向前、向后扩展几年，这样就可以完整地描述英特尔在这段时期的发展趋势。

表 7-8 英特尔的 *EPV*，调整后账面价值及市场价值（1987 ~ 1991 年）

（百万美元）

	1987 年 12 月	1988 年 12 月	1989 年 12 月	1990 年 12 月	1991 年 12 月
以 12% 计算的 *EPV*	1 891	4 768	5 137	6 684	8 337
减有息负债总额	(750)	(696)	(569)	(623)	(536)
加超过销售额 1% 以上的现金	600	842	1 058	1 746	2 229
EPV 总计	1 741	4 914	5 626	7 807	10 030
调整账面价值	2 755	3 893	4 781	6 357	7 671
市场价值	4 779	4 285	6 513	7 812	10 240

我们已经知道 20 世纪 80 年代中期是英特尔的困难期。在那段时期，它的储存芯片业务开始亏损，而微处理器业务还没有发展起来。英特尔公司 1985 年的经营收入很少，1986 年低于零。但在 1987 年，英特尔公司的收入开始急速上升，盈利能力价值也是如此。到 1988

㊀ 由于英特尔公司在资本结构中只有少量债务，所以我们集中考虑公司的权益资本价值和盈利能力价值。当一个公司的财务杠杆水平很高时，我们最好从公司的企业价值（enterprise value）算起，它包括债务和权益资本，然后再扣除现金。由于财务杠杆的存在，权益资本价值并不稳定。在英特尔的案例中，债务水平并不突出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，公司的盈利能力价值已经超过调整后的账面价值。在 1989 年出现短暂的停顿之后，盈利能力价值与资产重置成本之间的差距开始拉大。

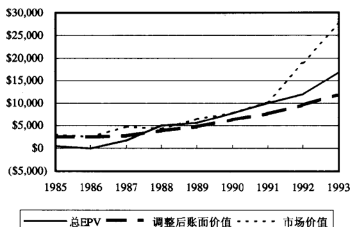


图 7-6　英特尔的 *EPV*，调整后账面价值及市场价值，1985 ~ 1993 年

根据我们的分析，如果公司的盈利能力价值持续超过公司资产重置成本，那么公司肯定具有可持续的竞争优势，受到抵制竞争者发展的壁垒的保护。在本案例中，英特尔公司似乎能够从需求优势（也就是消费者偏好）和规模经济中获益。它的名声已经与 IBM 个人电脑并驾齐驱。英特尔确立了运行 MS-DOS 和 Windows 操作系统的微处理器的标准。其他公司，其中包括最知名的 AMD 公司（它为计算机制造商提供替代产品），至少在那段时期内，必须认可英特尔的设计。但是，特别是当英特尔公司发起了"Inter Inside"的广告宣传后，英特尔开始控制个人电脑购买者的思维，从而控制了市场。一些个人电脑制造商为了降低售价，他们的确也采用 AMD 的芯片，尤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其到 1998 年，低价位产品——价格较便宜，功能较弱的芯片——的竞争加剧。同时，对于大多数个人电脑制造商来说，他们通常要与英特尔站在同一条战线上，因为英特尔在这部分业务上的营业额远超过它的竞争对手。

表 7-9 英特尔与 AMD：销售额、研发费用，及调整后 EBIT 利润率

（10 亿美元）

	英特尔			AMD		
	销售额	研发费用	EBIT 利润率(%)	销售额	研发费用	EBIT 利润率(%)
1988	2.88	0.32	29	1.13	0.21	17
1989	3.13	0.37	27	1.10	0.20	17
1990	3.92	0.52	31	1.06	0.20	9
1991	4.78	0.62	32	1.23	0.21	22
1992	5.84	0.78	36	1.51	0.23	28
1993	8.79	0.97	47	1.65	0.26	30
1994	11.52	1.11	40	2.13	0.28	33
1995	16.20	1.30	38	2.43	0.40	26
1996	20.85	1.81	42	1.90	0.40	3
1997	25.07	2.35	46	2.30	0.47	11
1998	26.27	2.67	40	2.50	0.57	10

注：英特尔和 AMD 公司的数据都是整个公司的数据。英特尔的产品线更多，有些研发费用是用于那些 AMD 并不与之竞争的产品，所以这一比较并非毫无缺陷。

英特尔竞争优势的第二个来源是规模经济的存在。微处理器是能够享受规模经济好处的那类产品。微处理器的设计是非常昂贵的，特别是当处理器的速度越来越快，精度越来越高的时候更是如此。卖出的数量越多，设计的单位成本就越低廉。从表 7-9 我们可以看出英特尔的总体研发费用要比 AMD 高得多。但是由于规模经济的作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用，AMD 必须为每一美元的销售付出更多的研发费用，这几乎是英特尔公司的两倍。此外，财务报表不包括追加的研发类的费用，这些费用是在新生产线投入使用之后，在产量符合公司标准之前进行销售产品的成本。

高客户需求、低单位成本这两个特点使得英特尔能够获得比其竞争对手更高的利润。在英特尔确定了它的统治地位后，它的经营利润率就是 AMD 的两倍。从报告收入上看，AMD 在 1996 年、1997 年、1998 年和 1999 年是亏损。而英特尔在 1996 年至 1998 年获利 180 亿美元，在 1999 年获利 70 亿美元。

英特尔在 1987 年获得强劲的竞争优势这一结论与我们通过资产价值和盈利价值比较而得出的结论不谋而合。从 1988 年到 1991 年，英特尔每年的盈利能力价值平均超过资产价值的 25%。两者的差额就是英特尔特许经营权的价值。根据我们掌握的有关英特尔竞争优势方面的信息，我们认为英特尔公司的超额利润能够持续存在。

如果不存在竞争优势，一个公司的收益率应该等于经营资产乘以资本成本。我们把它叫做自由进出收益，指的是没有竞争优势情况下的收益。如果公司拥有特许经营权，那么特许经营权带来的收益就是我们计算得出的盈利能力价值减去自由进出收益后的余额。我们用特许经营权收益除以销售额就可以得到特许经营权利润率，它是由特许经营权带来的每美元销售额的税后利润率。利润率越高，特许经营权价值也越高。但是，我们需要记住两点。首先，一个公司的资产比另一个公司的类似资产的收益率高的假设是不合理的。其次，特许经营权价值越高，它对潜在竞争对手的吸引力就越大。我们相信在某种情况下，一些聪明的公司会打破进入壁垒，重新瓜分市场。为了获得特许经营权税前的利润规模，我们用特许经营权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税后利润除以(1－税率)。表 7-10 列示了计算结果。

表 7-10 英特尔的特许经营权收益及收益率 (百万美元)

	1988 年 12 月	1989 年 12 月	1990 年 12 月	1991 年 12 月
资本成本 × 运营资产	354	447	553	653
税后运营收益	572	616	802	1000
特许经营权收益	218	170	249	347
特许经营权税后收益率(%)	8	5	6	7
税前运营特许经营权收益率(%)	12	9	10	12

像 Mama Bear 的麦片粥一样，英特尔的特许经营权利润并不是高得出奇，也不是低得一文不值。其中的一部分可以直接归因于它在研发费用方面享有的规模经济。与 AMD 相比，尽管英特尔的总体研发费用很高，但是它的每美元销售额所承担的研发费用远低于竞争对手。如果 AMD 想达到英特尔的研发费用水平，它必须付出双倍的支出，这将占 AMD 销售收入的 18%。这些年来，英特尔的规模优势平均在 32%左右。英特尔研发费用占销售额的比例是 12%，它将特许经营利润率提高了 4%。其余的特许经营权价值可以归因于销售和一般管理费用方面的规模经济。这些年来，AMD 公司每美元销售额承担的销售和一般管理费用比英特尔高 10%。

7.6 定价三：何为成长性价值

只有在具有特许经营权的情况下，成长性才有价值。成长需要投资，更高的销售收入要求更高的流动资产和固定资产。追加这些资产的目的是为了获得附加的利润。如果增长只是同比例的增长(也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是现有业务在更大规模上的复制)，那么我们就可以很自然地假设追加资产带来的附加利润率等于原有投资的平均利润率。举一个简单的例子，如果公司资本回报是 12%，那么为维持增长而追加的投资的利润率也是 12%。如果是这样的话，追加投资只有在资本成本低于 12%的情况下对公司才是有利可图的。如果公司不得不将投资回报率提高到 15%才能吸引到投资，那么它在每一美元的投资上将损失 3%。因而，追加投资与资本成本之间的关系是成长性价值的主要决定因素。

只有在具有特许经营权的情况下，成长性才能带来收益。其原因在于：如果没有特许经营权，资产的重置成本和公司的盈利能力价值之间就没有利差。在市场经济的竞争压力下，资本成本通常等于资本回报。只有那些受进入壁垒保护的公司才能持续获得超额利润——超过资本成本的那部分利润。盈利性成长也受到同样条件的限制，它需要同样的或等价的壁垒保护才能获得超过资本成本的利润。

在某些情况下，这种盈利性成长是可能的。在英特尔的案例中，初级产品的市场一直在扩大，英特尔在向全球的制造商提供微处理器的过程中一直处于最佳的战略地位。所以说它的竞争优势(以消费者需求和规模经济为基础)仍然在发挥作用，而且得到不断的加强。微软也拥有相同的竞争优势，它的规模效应可能更强，而且用高昂的转换成本锁定了客户群。

大多数特许经营权扩张起来并不容易。例如，沃尔玛在某些地方非常成功，而在其他地方则不然。在像加利福尼亚这样远离核心地区的地方，沃尔玛没有明显的竞争优势。如果其他零售商，如 Target 公司，已经控制了当地的市场份额并且享受到规模经济，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃尔玛就会发现自己处于竞争劣势。在这些地方的追加资本投资只能给现有股东带来极小的利润，甚至不能带来利润。当沃尔玛在其总部附近及核心地区的周边进行扩张时，它可以利用已有的基础设施，因而可能会获得一些成本优势。虽然这些成本优势小于在核心地区获得的竞争优势，但这足以使它获得高于资本成本的利润率。在这个案例中，边缘地区的成长性能够创造一定的价值，但是这个价值小于具备完全特许经营权地区的成长性价值。

作为安全边际的成长性

只有最偏执的价值投资者才会否认英特尔中央处理器业务的成长性能够创造价值。问题是它能否为投资者提供足够的安全边际。我们需要将公司的成长性价值与现在的盈利能力价值进行比较。增长现金流的现值（*PV*）越是高于现在的盈利能力价值（*EPV*），安全边际就越大。我们用两者的比率来衡量安全边际。

$$PV/EPV = \text{安全边际}$$

我们知道，公司的盈利能力价值等于收益除以资本成本（*R*）。收益是资本投资与资本回报率（*ROC*）之间的乘积，所以

$EPV = \text{资本投资} \times ROC/R$，或 $EPV = \text{资本投资} \times (ROC/R)$

在本章的附录中，我们将详细介绍成长型公司的现值计算公式，它就是

$PV = \text{资本投资} \times F = \text{资本投资} \times (ROC - G)/(R - G)$

其中 *F* 是成长性因子。公式中惟一的附加变量是 *G*（增长率）本身，它对公式中的关键定价因子（$ROC - G)/(R - G$）有着非常重要的影响。只要 *ROC* 比 *R* 大，增长率的上升就会提高定价因子的数值。当增长率接近资本时，定价因子就会加速上升。但是它有极限。当增长率等于或超过资本成本时，定价因子将为无穷大，这是非常荒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谬的。这些计算的前提假设是增长率保持不变，每增加一美元的销售额需要增加固定比例的总资产和总债务。尽管现实中没有一个公司能够满足这些条件，但是该模型提供了一个基本能与实际情况相符的标准。

一般来说，成长性创造的价值取决于两个因素。第一个因素是追加资本的盈利能力。追加资本带来的回报越是高于资本成本，每一美元创造的价值就越大。所以第一个变量用 *ROC/R* 来表示。第二个因素是用来获得特许经营权收益的资本数量。这取决于特许经营权的发展速度。增长率的上限就是资本成本，前面说过，如果增长率等于资本成本，那么资本回报率就是无穷大。那是不可能的。所以事实是 $G/R<1$。我们以 25%、50%、75% 作为三个标准化的百分比。

表 7-11 列示了一个具有特许经营权的成长性公司的价值与零增长的类似公司价值之间的关系，或者说 *PV* 与 *EPV* 之间的比率。每一格中的数字都代表一定 *ROC/R* 比率和 *G/R* 比率下的 *PV/EPV* 比率。在 A 列中，资本回报与资本成本相同（$ROC/R=1$），成长性对 *EPV* 没有价值；*PC/EPV* 比率等于 1。但在 *B* 列，$ROC/R=1.5$，成长性开始发挥作用。如果增长率是资本成本率的 25%，那么 $PV/EPV=1.11$。如果追加资本的回报率为 12%，资本成本为 8%，那么年增长率为 2% 的公司的价值就比零增长的公司高出 11 个百分点；如果增长率为 4%，成长性公司的价值就比零增长公司的价值高 33%；如果增长率为 6%，那么公司价值就是零增长公司价值的 2 倍。在极端的情况下，一个追加资本回报率为 24%、资本成本为 8%、年增长率为 6% 的公司的价值是零增长公司的 3 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-11 成长价值矩阵

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
ROC/R	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0
(1) *G/R* 25%	1.0	1.11	1.17	1.20	1.22
(2) *G/R* 50%	1.0	1.33	1.5	1.60	1.67
(3) *G/R* 75%	1.0	2.00	2.5	2.80	3.00

表 7-11 的一个突出特征就是成长性的乘数效应很小。要想使乘数高于 2，需要很高的资本回报率和增长率。如果零增长公司的股票按 16 倍的市盈率（*P/E*）出售（即 *EPV* = 16 × 收益），这一情况在今天的社会很普遍，那么一个市盈率为 48（即 3 × *EPV*）的资本收益率应该是资本成本的 3 倍，增长率应该是资本成本的 75%。如果资本成本是 12%，这就意味着在未来很多年里，而不只是在第二年，公司的 *ROC* 达到 36%，增长率达到 9%。

现在可以把上述定价矩阵应用于英特尔公司，看看如果我们在 1990 或 1991 年按盈利能力价值买入公司股票，是否能够依赖成长性来获得足够的安全边际。由于要计算成长性和盈利性，我们需要做出一些选择。我们可以选择销售增长率、收益增长率或两者兼选。这对英特尔公司来说没有什么区别。英特尔在过去三年的平均增长率很快，我们可以简单地使用表 7-11 最后一行的数据，即增长率为资本成本的 75%，或者说增长率是 9%（因为资本成本率为 12%）。

现在要解决的另一个变量是资本回报率与资本成本之间的关系。日常使用的资本回报率有很多不同的衡量标准。最简单的就是股本回报率（*ROE*），它是用每股收益除以每股账面价值后的得到的数值。这种衡量标准没有考虑公司承担的债务和公司积累的盈余现金。专业人士偏好于投资资本回报率（*ROIC*），它是用经营收益作为分子，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营资产作为分母计算得出的。在英特尔的案例中，这个指标要比 *ROE* 高得多，它反映了较高的现金盈余及较低的未偿债务。即使选用数值较低、准确性较差的 *ROE* 来衡量，它在这些年的数值仍然高于 18%。由于资本成本是 12%，那么 *ROC/R* 比率就是 1.5，英特尔公司适用于 B 列的情形。第三行与 B 列的交点是 2，这就意味着英特尔公司的价值应该是 *EPV* 的 2 倍。如果我们在这段时期按接近于盈利能力价值的价格买入英特尔公司的股票，那么成长性就给我们提供了 50% 的安全边际。

所有这些计算都假设特许经营权及资本成本与资本回报之间的利差具有可持续性。这是我们对个人电脑行业的未来及英特尔在其中的地位作出的判断。成长性在此处被用作安全边际，而不是被看作把微利、负现金流的公司转变为世界级航母的关键因素。

表 7-12 英特尔公司的成长变量和收益变量

（1987—1990 年）

	1987 年 12 月	1988 年 12 月	1989 年 12 月	1990 年 12 月
销售增长率	51%	51%	9%	25%
调整后 *EBIF* 增长率	—	152%	8%	30%
股本回报率	19%	22%	15%	18%
投资资本回报率	18%	40%	38%	40%

我们现在知道英特尔的投资收到了丰厚的回报。如图 7-6 及表 7-12 所示，英特尔的市场价值在 1991 年后继续上升，远远超过了公司的盈利能力价值。也许具有特许经营权的成长性在 1991 年以后仍然能够提供足够的安全边际，特别是当我们改变模型、把英特尔在这些年里获得的高额经营利润和资本回报考虑在内时更是如此。近十年来，市场的繁荣，无论理性与否，已经抬高了英特尔的股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是在 1987 年以后，市场出现了长时间的投资机会，在那段时间里，现代价值投资者获利不菲。

7.7 附录

定价代数：资本收益、资本成本与增长率

对于一些公司来说，成长性创造财富；对于另一些公司来说，成长性破坏财富。为了理解这种差异产生的原因，我们以一个按固定增长率平衡发展的公司为例。所谓“平衡”是指：如果收入增长 10%，那么财务报表中的其他项目也同样增长 10%。利润率，无论税前还是税后，都保持不变。结果，息税前收入和净收入一样也增长 10%。支持收入增长的资产——从现金到设施、设备和不动产——以及负债都同比例增长。由于资产减去自发负债等于必要投资金额，必要投资金额也上升同样比例。换句话说，每一个项目与收入的比例都保持不变。

对公司而言，每年收入和收益的增长使其价值提高这是个好消息。坏消息是这部分增长是由追加的同比例的投资带来的；每年的资本流入额都比前一年增长 10%。如果好消息(高收益)超过了坏消息(高投资)，成长性就对我们具有吸引力。我们该怎样决策呢？

表 7-13 平衡增长 （百万美元）

	1999	2000	2001
销售	400	440	484
净收入	32	35	39
净利润率(%)	8	8	8
权益资本	200	220	242
权益资本收益率(%)	16	16	16
可分配给投资者的数额	12	13	15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回到我们的例子上(见表 7-13)。在 1999 年年初，这家公司的投资资本是 2 亿美元(资本等于债务加权益资本，为了简化计算，假设公司只有权益资本)，预期销售额是 4 亿美元，收益是 3200 万美元。公司净利润率是 8%；权益资本回报率是 16%。为了使公司增长 10%，它需要追加投资 2000 万美元。这就减少了可供现有股东分配的 1 200 万美元，因此这里的坏消息就是增长需要追加 2 000 万美元的投资。好消息是这 1200 万美元每年可以创造 10% 的收益，在未来一段时间内(大约是 12 年)，它可以产生 3 200 万美元的收益。

我们还必须知道这种成长性能否创造价值。为此，必需把有成长性情况下的可供投资者分配的现金流现值与没有成长性情况下的现值进行比较——前提是销售额、收益及所需资本保持在 1999 年的水平。在零增长的情况下，现值就是盈利能力价值，用 *EPV* 来表示。只要现金流按固定比率增长，就可以用下面的公司来计算现金流的现值：

$$PV = \text{初始现金流} \times 1/R - G$$

式中 R——资本成本；

G——增长率。

如果资本成本是 20%，那么在零增长的情况下的公式为

$$EPV = 32\text{ 美元} \times 1/(20\% - 0\%) = 32\text{ 美元}/0.2 = 160\text{ 美元}$$

成长性公司的公式为

$$PV = 12\text{ 美元} \times 1/(20\% - 10\%) = 12\text{ 美元}/0.1 = 120\text{ 美元}$$

两个初始价值是不同的，因为在零增长的情况下，公司可以分配所有的收益；而成长性需要追加投资。对于这家公司来说成长性是一个错误，因为每年它要为追加资本支付 20% 回报。在增长的情况下，可供股东分配的现金的现值小于所有项目保持不变情况下的现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果公司只需为追加投资支付14%的回报率的话，情况就不一样了。静态情况下的公式为

EPV = 32 美元 × 1/(14% − 0%) = 32 美元/0.14 = 229 美元

公司具有成长性情况下的公式为

PV = 12 美元 × 1/(14% − 10%) = 12 美元/0.04 = 300 美元

当贴现率从20%下降到14%时，成长性增加了价值。最后我们假设贴现率是16%，静态公式就是

EPV = 32 美元 × 1/(16% − 0%) = 32 美元/0.16 = 200 美元

成长性公式为

PV = 12 美元 × 1/(16% − 10%) = 12 美元/0.06 = 200 美元

成长性既不增加价值也不破坏价值。

记住公司的资本回报率是16%，公司的贴现率与资本回报率同时为16%并不是巧合。为了说明原因，我们还要用到更多的公式。

3 200 万美元的收益(E)等于资本(C)乘以资本回报率(ROC)：

$E = C \times ROC$，应用到本案例中，就是 32 美元 = 200 美元 × 16%

这是根据 ROC 的定义推导出的公式。为了维持10%的年增长率，我们需要追加的投资(I)是：

$I = C \times G$，应用到本案例中就是 20 美元 = 200 美元 × 10%。

可分配现金流(CF)等于收益减去追加的投资：

$$CF = (C \times ROC) - (C \times G) = C \times (ROC - G)$$

应用于本案例就是 12 美元 = 200 美元 × (16% − 10%)。

成长性现金流的现值是

$$PV = CF \times 1/(R - G)$$

由于 $CF = C \times (ROC - G)$，所以 $PV = C \times (ROC - G) \times 1/(R - G) = C \times [(ROC - G)/(R - G)]$，应用到本案例就是 200 美元 = 200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元×[(16% - 10%)/(16% - 10%)]。

这个代数表达式直观地表达了变量之间的关系。可分配现金流的现值取决于 C（也就是公司初始资本的金额）和表达式 $(ROC - G)/(R - G)$（我们把它称为成长性因子 (F)）。在我们的例子中，由于资本投资回报率与获取资本的成本相等，所以 $F = 1$。无论增长率 (G) 是多少，只要 $ROC = R$，F 就等于 1。如果 $ROC = 12\% = R$，那么对于任何增长率 G，$F = (0.12 - G)/(0.12 - G) = 1$。只要资本回报率等于资本成本，成长性——无论快还是慢——都不会增加价值。

我们知道原因。增长需要追加投资，虽然投资能够产生资本回报，但是资金提供者也要求因提供资金而获得补偿，那就是资本成本。在此例中，ROC 和 R 是固定的。当 $ROC = R$ 时，从投资中获利的全部收入全部要用来补偿资金提供者；没有剩余资金可以用来向原来的公司所有者分配。因此，无论追加投资能够产生多少附加的收入和收益，对于现有股东而言公司价值没有改变。这对于那些认为应该为公司的快速成长支付溢价的投资者来说可能有些奇怪。但这种推理隐含的假设是成长只需要少量投资，这样就有更多的现金可供分配。即使对于新经济公司（用智力资本替代了砖瓦、水泥和钢材的公司）来说，无投资增长也是很少见的。

成长性带来的后果有时比中性还要差；它可能破坏价值。当资本回报小于资本成本时就会出现这种情况。我们回头再看看成长性因子 F，如果 $ROC = 0.10$，$R = 0.12$，那么 $F = (0.10 - G)/(0.12 - G)$。在这种情况下，无论增长率是多少，$F$ 都小于 1 并且随着增长率的上升而减少，当 G 接近 10% 时，F 降到零。只要追加投资的成本超过收益，成长性就会破坏价值。增长率越高，所需的投资越多，成长性破坏价值的速度就越快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很明显，成长性只有在资本回报率大于资本成本($ROC > R$)的时候才会增加价值。根据成长性因子的公式，如果 $ROC = 20\%$，$R = 10\%$，那么 $F = (0.20 - G)/(0.10 - G)$，它永远比 1 大，并且随着增长率($G$)的提高而上升，直到 G 达到 10%时，分母降为零，F 的值趋近无穷大。这在代数计算上是正确的，但在现实中不可能发生。

原因很简单。每一美元投资可以获利 0.2 美元，而只需向资金提供者支付 0.1 美元。剩下的 0.1 美元可以向原有股东分配；这个过程的确能够创造价值。公司成长越快，赚取的利润就越多。按这种方式扩张的公司就是成长性创造价值的公司。

哪种行业会出现这种情况呢？答案很清楚。如果公司在没有竞争优势(没有竞争壁垒的)行业中经营，高于资本成本的回报会吸引投资者加入，严酷的竞争会消除这部分超额利润。就像我们在第 5 章讨论过的那样，没有进入壁垒，竞争的压力迟早会降低回报率直到它与资本成本相等时为止。由于大多数的竞争条件是公平竞争环境，所以对于大多数公司来说，资本回报率等于资本成本，成长性没有创造任何价值。对于这些公司来说，成长性没有增加盈利能力价值。对于那些向受进入壁垒保护的公司挑战的公司来说，其成本会超过资本回报，成长性只能破坏价值。只有受特许经营权保护的公司才能获得高于资本成本的收益。所以成长性定价最基本的原则就是：只有具备特许经营权的成长性才能创造价值。

对于英特尔来说，只有在中央处理器芯片市场的成长性才能创造价值。向其他市场的多元化扩张——包括向其他微处理器市场的扩张——或向远离公司核心业务的产品投资可能会破坏价值而不是增加价值。在这些市场上，英特尔没有进入壁垒的保护；它是一个新加入者。它所希望的只是公平竞争环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特许经营权下的成长性到底能创造多大价值呢？要回答这个问题，需要将成长性公司的现值与零增长公司的现值(也就是 *EPV*)进行比较。先看一下成长性与盈利能力价值的之间比值，用以下公式表示：

$$M = PV/EPV$$

其中 M 定义为成长性价值乘数。

$$PV = C \times (ROC - G)/(R - G)$$

$$EPV = C \times ROC/R$$

把这两个表达式代入到 M 的定义公式中去，整理后我们可以得到

$$M = [1 - (G/R)(R/ROC)]/[1 - (G/R)]$$

在这个公式中，可以看出成长性价值乘数主要受两个关系因子的影响。第一个因子是资本成本与资本回报率之间的比率(也就是 R/ROC)。投资利润率越高，这个比率越低，成长性价值越高。第二个因子是预计增长率与最大合理增长率(R)之间的比率(记住如果 G 大于 R，公司的价值就是无穷大，所以 R 是长期增长率 G 的现实上限)。只要 ROC/R 大于 1 (也就是 R/ROC 小于 1)，成长性就能够提高公司的价值。表 7-14 列示了若干资本回报率与增长率所对应的 M (成长性价值乘数)。我们可以看出：增长率(相对于最大合理增长率来说)越高，盈利能力(相对于资本成本来说)越强，成长性价值就越大。

表 7-14 成长价值矩阵

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
ROC/R	1.0	1.6	2.0	2.5	3.0
(1)G/R 0.25	1.0	1.11	1.17	1.20	1.22
(2)G/R 0.50	1.0	1.33	1.5	1.60	1.67
(3)G/R 0.75	1.0	2.00	2.5	2.80	3.00

到现在为止，我们只讨论了固定成长性的情况。很显然这是人为的假设条件。更普遍的情况是公司在某些年份增长很快，而在另一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年份增长较慢。在这种情况下，关于成长性与价值的基本原则仍然适用，也就是只有特许经营权下的成长性才能创造价值；处于竞争劣势情况下的成长性会破坏价值；公平竞争环境下的成长性则没有价值。

有一些相对比较简单的计算非固定成长性价值的方法。最简单的方法是估计公司现在的增长率能够保持多少年，然后当它走向成熟，进入第二阶段后，再适用较低的但是固定的增长率。每一阶段的增长率都是人为选择的，它被用来预测收入。可以用标准比率把销售收入转化为年现金流，它在快速增长期和成熟期是不同的。最后，为每个时期假设一个资本成本率，计算从今天到未来的现金流的现值，其中要用第二期的参数来计算快速增长期结束时的终端价值。这就是标准的净现值分析法。

问题是以非固定成长性为基础的价值估计在现实应用中的可靠性很差。微软公司的情况就能说明这个问题。微软无疑是个人电脑蓬勃发展的最大受益者，甚至超过了英特尔。它已经享有并且继续享有强劲的特许经营权。从 1996 年到 2000 年间，它的销售额每年增长 30%，每股收益增长 40%。在 2000 年，它的股票是按 23～70 的市盈率进行交易的。公司没有支付股利，但它积累了大量现金余额。假设从 2000 年到 2009 年，微软的销售额和收益继续以 40% 的比率增长。到期末，微软的销售额和收益将是今天水平的 20 倍。假设从 2000 年起，微软将其一半的现金作为股利分配并且假设公司的资本成本是 15%，那么公司从 2000 年到 2009 年支付的现金股利现值之和是 22 美元。这几乎是微软股票最高价 119 美元的 20%。股东预期的其他收益都取决于公司在 2010 年之后的现金流。即使最好的分析师也很难在 2000 年准确预测微软 10 年后的收益情况。在这种情况下，要判断微软是不是一个很好的价值投资对象是不可能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 构造投资组合

风险、分散投资与默认策略

到目前为止，我们一直在关注定价的过程，利用这项技术，投资者可以评价公司的内在价值，并把它与市场价值进行比较。但是，要想成功，资金经理和个人投资者除了识别低估的证券外，还有很多工作要做。我们必须把选出的证券组成投资组合以减少因持有单一证券所带来的风险。即使最高明自信的投资者也知道“最好的想法”可能也会失败，至少可能在很长时间内没有收益。分散投资在所难免。本杰明·格雷厄姆在他的著作和实践中都强调分散投资的重要性。但是他所说的分散投资与资金经理的分散投资组合原则有很大的区别，这主要体现在对风险的理解、在分散投资之外采取了什么其他降低风险的策略、希望并知道利用什么来代替普通股票和债券投资以及对客户的期望等方面。

现代投资理论把分散投资看作是正确投资策略的两个核心特征之一。因为分散投资可能会消除因只持有一两支证券而带来的风险，但投资者不会因为承担了这些风险而得到相应的补偿。惟一能够获得补偿的风险是波动性风险，它指的是分散投资组合的波动性大于更广泛的多元化投资组合标准(例如标准普尔 500 指数)的风险。有效市场假说——市场通常能够反映证券的真实价值——在风险和分散投资的概念中都体现出来；否则，聪明的投资者可能会从精心挑选出的几支股票中获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这两个观点价值投资者都反对。他们认为股票的选择并不重要，而且他们不接受仅把风险定义为相对波动性的做法。所以，虽然没有一个真正的价值投资者会把所有的鸡蛋都放在一个篮子中，但是他们的投资组合比非价值导向的投资者的组合更为集中[⊖]。这有几方面的原因。首先，价值投资者只在自己胜任的范围内进行操作。他们选择的证券是那些他们认为能够理解的证券，偏好的公司是那些能够可靠定价、地位稳固、历史收入稳定、经营的业务不会因技术和消费者偏好突然变化而受影响的公司。如果这些条件使得价值投资者不能选择那些成长性很好的技术公司或其他行业的公司，他们愿意接受这个限制。其次，对安全边际的要求为价值投资者提供了一个与分散投资不同的风险降低机制。以远低于账面价值的价格买入公司股票或按经过验证的盈利能力价值买入股票也是一种低风险的投资策略。用资产价值作为盈利能力价值的检验标准、拒绝支付成长性价值就进一步降低了风险。如果普通的证券组合（不是以价值为基础的）需要 20 或 30 支股票才能分散风险，那么安全边际投资组合也许只需要 10 到 15 支股票。

正如我们在第 1 章所说的，波动性并不是惟一的甚至不是最好的风险衡量标准。只要证券价格的下降幅度大于可比市场指数，波

⊖ 在 20 世纪 90 年代末期，形成了集中性投资组合的时尚，甚至成长性导向的投资者也选择了集中性投资组合。在名字中带有数字“20”或“30”的共同基金开始出现，他们称自己为“集中投资者”。它是现代投资理论在业内弱化的结果，或者说是人们希望利用“最好的想法”来提高收益。在长达 15 年的牛市行情过去以后，恐惧与贪婪的天平开始向贪婪倾斜——我们相信这是一个不祥的征兆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动性就会增加，但是投资者可能还有足够的安全边际。正如人们所问的有关沃伦·巴菲特在华盛顿邮电公司的投资的问题：如果他用 8000 万美元收购了一家价值 4 亿美元的公司，那么当股票价值下降到 4000 万美元以下后，这项投资的风险是不是加大了呢？如果我们把风险看作是对资本损失的回避，那么按照我们讨论过的原则，包括安全边际原则，进行股票选择比采用分散投资战略以分散波动性以外的风险更重要。

分散投资不仅仅可以用投资组合中的头寸数量或行业数量来衡量。分散投资的任务是找出那些收益之间相关性较弱的资产，甚至具有收益负相关关系的资产。阳伞制造商与防晒霜制造商之间的投资组合就是一个很好的例子。无论历史数据看上去多么可信，预测各种资产之间的相关性仍然是很困难的。许多著名的投资者因为用自己的家当来赌他们对相关性预测的能力而变得声名狼藉。用几百万的借款来支持模型的预测是没有意义的，如果预测出现了短暂的偏差，结果就是致命的。

一些价值投资者利用整体股票市场与我们所说的事件导向型投资组合之间的弱相关关系来进行分散投资。分别投资于被接管的公司或刚分拆的公司、第 11 章所列举的公司以及进入清算程序的公司就能够产生套利机会——这些投资可以提供与市场走向不相关的高收益。投资于不动产或其他硬资产也会产生相同的效果。买入整个公司是减少回报率与市场收益相关性的有效方法。现在投资者是公司的主人，他的收益取决于公司经营的好坏，而不在于其他人愿意为公司的求偿权支付多少钱。沃伦·巴菲特旗下的伯克夏哈瑟维公司就是一个直接由知名价值投资者掌握所有权的最著名的例子。

价值投资者还通过不断地挑战自己的判断力来控制风险。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的许多决策都与华尔街流行的想法格格不入，所以需要寻求一些可靠的确认方法。例如，如果信息灵通的内部人士在市场忽略某支股票的时候买入它，价值投资者就获得了有利的保证。虽然这些内部人员并不总是对的，并且他们通常会提前买入股票，但是外部人员对公司前景的了解不会比内部人员多。第二种确认方法就是发现其他知名的投资者也持有相同的头寸。迈克尔·普瑞斯说他在早期投资时得出的一个结论就是不要站到普利策和托马斯·梅隆·埃文斯的对立面。当他们买入的股票与他买的相同时，他就会感到很有保障。最后，价值投资者会经常问自己是什么力量给予他这次黄金机会——也就是说，如果获利价值很大，那么为什么其他投资者没有跟进、抬高价格。为了回答这个问题，价值投资会仔细检查他们对投资策略和定价步骤的每一步分析，看看自己是不是在哪一步犯了错误。这是不是和以前导致收益不佳的情况一样？这是不是以前把投资者们吓怕了的价值陷井——价格低到了可以买进的价格，但价格却呆在低价位上不动了？保证完全无差错是不可能的，但这种自我检查的练习有助于检验自己的智慧。

头寸限制是另一种保障。投资者制定政策限制投资组合中每一种证券投资金额。他们对初始购买量有一个额度，然后对投资组合内的证券还有另外一个标准。如果头寸升值超过了这些额度，就意味着他们需要卖掉一部分以保持平衡。这当然也是一种分散风险的方法，设计这种方法是为了限制个别投资的风险，而不是为了模拟整个市场的情况。一些价值投资者从相反的角度来使用头寸限制。只有当他们愿意投资的金额达到一定金额，比如说整个投资组合的5%，他们才会买入证券。这种策略的目的是保证他们已经做了该做的来树立他们对集中性头寸的信心。由于 Metapunt 公司的股票只占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合中很小的比例，所以只需进行粗略的分析就可以了，这对于他们来说并不是一种借口。

还有一种大多数价值投资者会回避的风险管理方法。市场上有很多在资金管理中从事卖空业务的投资者，还有更多的人是套保基金经理，他们的投资组合由长、短头寸共同组成。一种极端的策略就是所谓的市场中性策略，在这种策略中，投资者维持长、短期头寸的平衡以使投资组合免受市场波动的影响。卖空背后的假设是证券的现行价格不稳定，当价格下降后，投资者可以将卖出的证券买回，从中获利。卖空者和套期保值者使用技术分析、基础分析和事件导向分析进行证券选择。有人也许会想正统的价值投资者利用自己的定价方法很容易就能找出高估的证券，那么当股价下跌时，他们也就会从中受益。问题是没有人知道股价什么时候下跌。本杰明·格雷厄姆说：从短期看，市场是一个选票计算机；从长期看，市场是一台量重器。他并没有指出市场会在什么时候发生逆转。市场上有太多证券被高估而价格却继续翻倍上涨的例子，价值投资者不能确信自己是否摸到了最高价。短头寸给价值投资者带来更多的威胁，因为股票价格上升的越快，它们在投资组合中所占的比例就越高。

最后，市场有时没有获利机会，价值经理会面临如何处置托管资金的问题。最极端的情况是所有证券的价格都被高估了，市场上没有明显的投资机会。非极端的情况也会给价值经理带来挑战。假设一个价值投资公司有 10 亿美元的资产，而投资组合经理却发现价值股票和其他投资机会只能吸收 8 亿美元的资金，其他所有的投资选择似乎都被高估了，或者风险太高。他们应该怎样处置这 2 亿美元呢？一种答案是在现有投资中分摊。他们也许已经决定不采用这种方法，这或者是因为他们的头寸已满，不想再增加新的头寸；或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者是因为证券已经上升到一定的价位，不卖是因为税收，因此他们不会再买入新的证券。对于非价值导向的投资经理来说，这种问题可能不会出现。他们的投资哲学是保持投资的满头寸，因为他们在任何时候都可能找到相对便宜的或符合其他相对标准的证券。大多数价值投资者避免采用这种“相对”方法。

价值投资者的典型反应的最佳描述，是巴菲特经常挂在嘴边的关于棒球的比喻。投资者可以一整天都不挥棒击球而无需担心，因为投资中没有累计三个好球不中就下场的压力。因此把没有什么新的投资机会看作是整个市场被高估的信号是有道理的。这并不是基于宏观预测或宽泛的价值评估（比如标准普尔 500 的市盈率）就做出入市时机的判断，这是一种为了寻找好的投资而做的基础研究。如果市场被高估，那么最好持有现金、无风险资产，并等待机会重新出现。持有现金是价值投资者的默认策略；也许持有现金是最好的选择，但现金的积累却很可能预示着情况不妙。

然而在现在的投资环境中，证券价格被每天公布出来，因此投资经理们很难保持大量的现金余额。如果伯克夏是一只开放的基金而不是有公开交易流通的股票的公司，许多投资者会在 1999 年和 2000 年退出，在这期间，公司的股价下降了一半，而市场却在上涨。在 90 年代的最后一年，一些价值投资经理看到自己管理的资产价格大跌，其投资者抽回资金转而投向高成长高回报的科技股或类似的股票。因此即使只是为了保住职位，一些价值型投资经理也不得不采取退而求其次的策略而不是持有现金。

这也许又带着我们绕回了现代投资理论和有效市场假设。如果价值投资者不相信有时候，但不是总是，基础的价值分析可以确认和市场先生的报价相差甚远的股票内在价值，那他就没法工作。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果价值投资者的研究没有发现什么特别的投资机会，那么次级选择也许是广泛的指数基金或其衍生品。如果一个投资经理的业绩被与其他的投资经理相比较，那么持有大量现金对于他来说就不是个好的主意。持有指数基金作为其组合的一部分就是理所当然的。从历史角度讲，以 5 年为一期作比较，股票的回报要比债券或现金高。[㊀]在缺少足够的知识或信息时，指数确实是最好的选择。事实上，如果投资经理没有什么独到的分析，指数就应该是其组合的全部，而此时投资经理是多余的。活跃型的经理只有在其对市场有更多的知识或更深的理解时才是有价值的。如果不能这样，也许应该服从市场先生。



㊀ 在 1871 年至 1992 年间，以 5 年为一期，股票比债券收益高 71%。它们比国库券收益高出 75%。参见《西格尔参考》第八章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

价值投资实践

八位价值投资者简介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的投资者的年龄自 90 岁以上到 35 岁以下不等，他们不仅证明了价值投资的存在，而且证明了价值投资的持久性。这些投资者中有三位为本杰明·格雷厄姆工作，或与其共同工作。有四位曾就读于哥伦比亚商学院，学习了格雷厄姆或其继任者的课程。迈克尔·普瑞斯和塞斯·科拉曼是价值投资者的另外一派。他们都曾经和迈克斯·海因一起工作过，迈克斯·海因是投资界的另一个传奇人物，他以在破产企业的投资而著称，同时他也是纽约市一个由价值投资者组成的非正式组织的成员，这个组织的成员还有格雷厄姆、沃尔特·斯克劳斯以及罗伯特·H·海布伦。

价值投资界里远远不止这些至少在学识上相似的人。而且我们也不必以这些人为标准来限定不同风格的价值投资者。我们在这里提到的价值投资者，其中有一些仅投资于一些非常优秀的公司并长期持有它。其他人则在寻找被遗弃的已经受损的“商品”，因为这些资产和业务仍然还有一些价值。一些人只投资 6 到 8 支股票，而另一些人的投资组合拥有的股票数量保持在 100 支以上。他们中的一些人购买即将或已经破产公司的债券，希望破产的公司以超过其成本的价格回购这些债券，或者他们可以由此而拥有破产重组后公司的股权。还有的避开那些备受关注的公司，而专注于小型公司；另外一些更喜欢有良好业务、业绩稳定并可预测的公司。一些人购买那些可能被行业整合者购买的公司的股票，以卖给收购者获得溢价收入，而另一些人则扮演收购者的角色，自己收购公司。

在选择公司标准方面，价值投资者之间有很大的不同：比如公司规模、公司质量、增长前景、资产基础、地理位置(仅在国内或是国际性公司)等。他们在形成投资组合方面也有很大不同：多元投资、中等集中或集中持有。我们在下页的表格中列出了将要介绍的八位投资者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及其他的一些投资者。这些投资者对“公司质量”要求很高。而这意味着慎重考虑价值评估模型(资产、收益、成长性)，组合集中度(好的公司意味着更高的集中度)和预计持有时间(对于大幅度折价销售的股票，一直持有到其价格回复价值;对于好的公司则永远持有)。

表格中名字斜体印刷的投资者不在本书介绍之列。除本杰明·格雷厄姆外，还包括迈克斯·海因，共同股票的经理；特迪·布朗尼，美国价值和全球价值共同基金的经理；约翰·涅夫，曾多年担任Windsor基金的经理；Royce & Associate 公司的罗伊斯，该公司旗下有多家基金；约珥·格林布拉特，《你可以成为股市天才(即使你不是很聪明)》一书的作者；马丁·惠特曼，第三大道基金的经理和《价值投资:一种均衡的方法》的作者；还有威廉姆·卢瓦尼和理查德·邱尼，他们曾长期担任Sequoia基金的经理。

价值投资的不同模式

经典型	混合型	当代型
格雷厄姆	加比利	巴菲特
特迪，布朗尼	*涅夫*	格林伯格
斯克劳斯	普瑞斯	*卢瓦尼，邱尼*
海因	*罗伊斯*	
海布伦	*格林布拉特*	
科拉曼	*惠特曼*	
索金		
分散投资组合	重置价值	集中投资
有形资产	充分的研究	大量深入研究
粗略的调研	自由市场价值	特许权价值
非体面的	催化剂	吸引人，但不诱惑
“受伤的鸭子”	相对价值	拥有企业
在阴影里	温文有礼	“受伤的老鹰”
	中等业绩	躲在平凡的地方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下的描述旨在能够解释每组投资者投资模式的关键点。一些博学的读者也许不同意这种描述和分类。把这些投资者如此分组就像是牧猫，而选择合适的词汇来描述每组的特征则像是在玩费力不讨好的游戏——虽然没什么成果但却挺有意思。

最后提醒一句：虽然投资不像神经学或量子物理学那样神秘难懂，但也不像小孩子的游戏那么简单。我们在这里介绍的专业人士，以及其他技艺高超的投资者都花了很多年来学习投资，并且每天实践练习。实时报价和低廉的交易成本使得很多感性的人认为依照他们自己的意愿进行投资将同时使他们获得乐趣和财富。一个很具迷惑性的广告宣称交易是如何的容易；但它却没有提到选择交易对象是多么的困难。如果有效市场理论是正确的话，那么一般说来这种宣传没有什么大的害处。但是学费还是要交的，而且退休金不是轻易就能筹集到手的，而是由某些人从个别账户中筹集来的。

我们认为直接而频繁的交易是有危险的。毕竟市场先生是所有投资者的化身。当市场先生由于对信息过度反应而为价值投资者创造了投资机会时，大多数人会随市场先生而动，而不会坚守实际。引用巴菲特经常说的一句话，如果你玩纸牌游戏超过 30 分钟后还不知道谁受骗了，那么受骗的人肯定就是你。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章　沃伦·巴菲特

投资就是配置资金

沃伦·巴菲特是迄今为止最杰出的投资专家，没有人会否定这一点。人们对他的认同源自于四十多年来他为他的合伙人和股东所创造的超额收益，以及他在清楚地阐释他所从事的行业里错综复杂的关系时所表现出来的非凡的能力。这种能力从长期意义上讲，体现在他的思路清晰、性格谦虚和幽默上，同样地，有时也会从他的虚荣和自满情绪中显现出来。

从 1956 年到 1969 年以及 1977 年他就任伯克夏哈瑟维公司的董事长期间，每年都撰写年度报告信，信中解释这一年当中他所作的主要选择以及指导他行为的投资哲学，后面这一点更有永久性的意义。所有将这些信件编辑成书而收到版税的作者都可以证明，如果仅仅说这些信件是投资知识的宝库，并不能完全体现它们的价值。

尽管我们在书中对其他的投资专家作了介绍，但是我们认为让沃伦·巴菲特自己介绍自己是很明智的。我们从巴菲特在伯克夏哈瑟维任职期间的信件中挑选了一些章节，重新组织了一下，把我们认为的沃伦·巴菲特投资理论最重要的部分展示给大家。所有这些信件都是从伯克夏哈瑟维公司获得的，在该公司的因特网上能够看到和下载这些信件。所有的信件版权归沃伦·巴菲特所有，在这里引用的部分已征得了他的同意。

除了摘选和编辑以外，我们把对巴菲特这位投资专家的评价归

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为三点：①正如他自己经常在信中提到的，他与查理的合作使他偏离了本杰明·格雷厄姆传统的投资理论。该理论认为，只要一家公司资产贬值幅度很大，就应买进，而不管公司本身经营的好坏。并且该理论不主张在合理的价格上买进业绩不错或优秀的企业。尽管巴菲特很尊敬格雷厄姆，但是他自己把目标锁定在那些虽然卖价是账面资产的好几倍，本身却仍具有无法比拟的特许经营权优势的企业上。②尽管很多人经常说他们更愿意购进企业而不是股票或债券，但沃伦却是真正这样做的人。伯克夏哈瑟维本身就是一个集团公司，它拥有好几家分公司，如许多保险公司，而且它投资于许多股票上市流通的公司。卡罗，一位评论家，也是巴菲特多年的朋友，他曾写到：

对同时拥有投资者和商人两个身份的巴菲特，最关键的一点是：这两个沃伦非常一致地关注公司的所有权。作为投资者的沃伦看到的是在股市上以低于内在价值的价格买进部分股权的机会。作为管理人员的沃伦，看到的是以不超过内在价值的价格购进整个公司的机会。

巴菲特想要的商品也可以简单描述为：好的企业。对他来说，这主要意味着，在经营上有特权（垄断）优势，超额权益收益率，以及相对少的资金投资，因此这类企业也就有较容易获取现金的能力。这些听起来好比母亲做苹果派一样简单，但是，要发现并买下这样的公司并不容易，巴菲特认为这一过程就像捕获稀有的而又敏捷的大象一般。

这也从另外一个角度说明了同一问题，即不管买什么，巴菲特认为投资就是在配置资金。

最后，所有投资者都认为，在他们力所能及的范围内所进行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资是最成功的。巴菲特反复说过要找他能理解的公司，同时，要避开那些依靠技术优势取得财富的公司。在他能力范围内经营的公司包括保险公司、媒体公司以及消费品公司。这么多年来，他为自己和投资于他的股东赚了很多钱。很奇怪的是，甚至，最伟大的投资专家都是通过遵循很一般的准则，即坚持自己认定的事物来赚钱。当然，巴菲特的出众表现不仅仅是因为他坚持了这一原则。另外，投资大众跟着天才们一起获利，但是这些天才型人物在他们所不熟知的领域里，也是寸步难行的。比如，可口可乐公司在生产和销售软饮料方面就比制作影片要出色得多。巴菲特的过人之处在于他能认识到他的优势范围所在。

9.1 一般准则

1996 年，沃伦·巴菲特写了一本《所有者指南》的书，以说明伯克夏哈瑟维公司在经营时所依据的大体经济准则。在这些准则当中，我们找出了下列这些重要的准则，它们有助于我们理解作为一名价值投资专家的巴菲特。

1. 把伯克夏哈瑟维公司作为一个渠道

尽管我们的形式是法人团体，我们却是以合伙制看待企业的。查理和我把股东当成所有权合伙人，把我们自己看成管理型合伙人，我们并不把公司本身看成是企业资产的最终所有者，而是把公司作为一个渠道，通过它，股东拥有企业资产。

2. 我们吃自己做的蛋糕

与伯克夏哈瑟维公司以所有者为导向的目标相一致的是，我们的大部分董事都把他们自己净资产的主要部分投资在公司里。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吃我们自己做的蛋糕，查理和我都非常满意于把所有的鸡蛋放在一个篮子里的这种状况。因为伯克夏哈瑟维本身拥有非常广泛而出色的业务。事实上，我们相信伯克夏哈瑟维拥有的企业（控股或非控股）在质量和多元化方面是很独特的。查理和我不能对你承诺某一结果，但是我们能够保证，一旦你选择我们为合伙人，你的财富将和我们自己的财富同步变化。

3. 企业内在价值的最大化

我们长期的经济目标（我们随后会提到这更倾向于质量方面的目标）是使伯克夏哈瑟维公司的每股股份的内在价值的年平均收益率最大化。我们并不是从公司的规模来衡量它效益的好坏，而是看每股收益的增长率。我们确信未来每股收益的增长率会下降——这是由于资产规模在不断扩大。但是如果我们公司的增长率没有超过美国大公司的平均水平，那会令我们很失望。

4. 内在价值的定义

内在价值可简单地定义为：企业存续年限内所有现金的现值。然而，内在价值的计算不是那么容易，从定义可以看到，内在价值是一个估计值而不是一个确切数值，另外，这个估计值会随着利率和未来现金流的变化而发生变动。即使两个人用的是同一组数据，比如查理和我，得出的内在价值仍有细微差别。这也是为什么我们从来不告诉你们我们对内在价值的估计值的原因。

5. 控股和组合投资各司其职

为达到既定的经济目标，我们有两种选择：第一种选择是直接拥有（控制）一家多元化的企业集团，该集团本身就能够产生现金流并取得超额收益；第二种选择是拥有类似企业的部分股份，这些股份主要是来自于我们的附属保险公司购买的上市流通的普通股股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在任意给定的年限中，价格、企业的可获得性，以及保险资金的需求量，决定了资金的配置。

在那些年度的信件中还可以找到其他准则，它们有下面几条。

1. 股权投资策略＝对企业进行整体评估(摘自 1992 年的信)

我们的股权投资策略在 15 年里几乎没什么变化。1977 年我们在年度报告中提到：我们选择流通股的策略和我们整体评估一个企业的策略大体上是一致的。我们认为这些企业应该是这样的企业：①是我们所能理解的；②有很好的长期前景；③由诚实的而且称职的人经营；④能够以一个非常有吸引力的价格购得。我们看到这些准则中只有一点变了。那就是由于市场形势及我们公司规模的变化，我们用有吸引力的价格代替了非常有吸引力的价格。

但是，你会问，什么是有吸引力的价格？在回答这个问题的时候，一般分析人员觉得他们必须从互相对立的两种方法中选取一种，那就是用“价值”或“成长性”来衡量。实际上，很多投资专家都看到了这两者的共同之处。

我们认为他们的认识是模糊的(应该承认我自己好几年前也是如此)。从我们的观点来看，这两种方法可以很好地结合在一起：成长性是估算价值的一个因素。作为一个变量，它的重要性有时是微不足道的，有时是非常巨大的，还有，它对价值的影响可能是正向的，也有可能是反向的。另外，我们认为“价值投资”这个词是多余的。“投资”如果不是寻找价值以期至少能抵偿所支付的价格，那又是什么？有意以高于其价值的价格购买股票——期望股票能迅速以更高的价格卖出——应该被定义为投机(但这并不违法，也不违背道德，我们也并不认为这不能致富)。

无论合适与否，价值投资这一术语被广泛使用。一般来说，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果某只股票拥有这样的性质：低价格与账面价值比、低市盈率，高股利与收益比，那么就意味着应买入这一股票。不幸的是，这样的性质，即使它们都出现了，也远不能决定投资者是否会按照价值投资的原则确实购买了物有所值的东西。相应地，性质相反的情况，即高的价格与账面价值比、高的价格与收益比和低的股利与收益比，也并不一定说明一项资产该卖出。

同样地，企业的成长性，并不能给我们很多关于价值的信息。成长性通常的确会给价值带来正面影响，有时甚至是非常好的影响，但是这样的影响还是非常不确定的。举个例子说，投资者经常把钱投入国内的航空业，向收益增长为零甚至是负增长的航空业提供资金。对于这些投资者，行业增长越快，对他们就越不利。

只有在企业的投资能取得更多的回报时，换句话说，只有当投资于成长性的一美元能够创造出高于一美元的长期市场价值时，企业的成长性对投资者才是有利的。在资金需求不断增加的低收益的企业里，它的成长性对投资者会产生损害。

在 50 年前写的《投资价值理论》一书中，约翰·布尔·威廉姆提出了价值计算公式。我们在此将它总结如下：任何股票、债券或企业的当前价值是由在企业的存续期内所期望发生的现金的流出和流入决定的。这些现金流要用适当利率进行折现。值得注意的是，计算股票价值和计算债券价值的公式是一样的。但是，它们两者有一个非常重要的而且非常难处理的区别：可由息票率和到期日来确定债券未来的现金流；然而，对于普通股，投资者必须自己估计未来的现金流。另外，管理质量的好坏，对债券的影响非常小，主要是当管理不利或不诚实时，债券利息才有可能收不回，相反，管理的好坏对普通股股息的影响非常巨大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用现金流折现得出的最便宜的投资资产，就是投资者应该买的资产，而不论业务是否增长，其收益是波动还是平稳，或者相对于目前的收益和账面净值其价格是过高还是过低。另外，尽管这个价值公式经常显现出普通股比债券便宜，但是，结果不是必然的。当计算出来的债券是更有利的投资资产时，就应该买债券。

抛开价格的问题不谈，最好的公司是那些在很长的时期内能够吸纳大量的增量资金并产生很高的收益的公司。最差的企业刚好相反，那就是总是利用更多新增资金获得非常低的收益。不幸的是，第一类公司很难发现：大多数高回报率的公司需要的资金相对较少，这类企业的股东从企业股利分红中或者重大的股票回购中获利。

尽管从数学上计算普通股价值不是很难，但是对于一个分析人员来说，即使他很有经验也很有能力，在估计股票的未来现金流时也很容易出错。在伯克夏哈瑟维公司中，我们从两个方面来解决这个问题：首先，尽量停留在我们所熟知的企业上。这也就意味着这些企业相对简单而且稳定。如果一个企业很复杂并且容易不停地变动，我们就不能预测出它未来的现金流。偶然一两次这样的情况不会难倒我们。对于大多数投资者而言，重要的不是他们知道多少，而是他们是否能很现实地界定他们不知道什么。其次，同样重要的是，我们坚持保留安全边际。如果我们计算得出一支股票的价值只比其价格高出一点点，我们不会购买。我们坚信深受格雷厄姆推崇的安全边际原则是投资成功的基石。

2. 财富的增加并不等于规模的扩张(摘自 1992 年的信)

对发行伯克夏哈瑟维的股票，我们有一个不变的政策，就是当且仅当我们能够获得与所付出的成本同样多的收益时，我们才发行股票。然而，自从我们的股票定价很高后，就不容易达到同等的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报水平了。原因是这样的：我们希望能够在增加公司所有者财富的同时扩张企业的规模。

那两个目标并不总是同步前进的。过去曾经发生过损害公司价值(财富)的事例。当时，我们在一家银行投了一大笔钱，这家银行不顾一切地进行扩张。当这家银行购并一家小一些的银行时，小银行的股东要求以这样的条件互换股票：被购并方的净资产和收益权以购并方净资产和收益两倍以上的价格计算。我们所投资的银行的管理层明显头脑发热，很快就答应了该条件。接着被购并方的股东又提了另外一个条件："你们应该答应我，一旦购并成功，我成为主要股东后，你们永远不能再做同样的交易"。

3. 分散与集中：风险和收益(摘自 1993 年的信)

我们所采用的策略不同于标准化的风险分散准则。因此，许多专家说我们的策略比大部分循规蹈矩的投资者所遵循的策略风险更大。我们不同意这种说法。我们相信，假如集中投资的策略能够(也应该)在投资决策前，使投资者对被投资公司进行深入的思考，并对其经济状况充分满意的话，那么这种策略将会降低风险。在阐述这一看法时，我们用字典上的术语来定义风险，它就是：损失或伤害的可能性。

然而学术界喜欢给投资"风险"以另一种定义，称其为股票或股票组合的相对波动性，即相对于所有股票而言，这些股票的波动性。利用基础数据和统计技能，这些学者计算出股票的 β 系数——股票的历史相对波动性，然后围绕这一计算值，建立起晦涩难懂的投资和资金配置理论。他们在千方百计地寻求单一的统计数据来衡量风险时，却忘了一个基本原理：大体上的正确比精确的错误更好。

对于一个企业的所有者来说——也就是我们所说的股东，学者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们定义的投资风险远远不是一个符号，它要多荒唐有多荒唐。举个例子说，在以 β 系数为基础的理论下，一种股票相对于市场来说，下降得越厉害，风险越大。例如我们在 1973 年买进的华盛顿邮政股，在 β 系数理论下，它在低价位时比在高价时风险更大。这种说法对于那些在该公司价格非常低的时候买进该公司的人来说有意义吗？

实际上，投资者愿意股市波动，格雷厄姆在《聪明的投资者》第 8 章中解释了原因，在那里，他介绍了“市场先生”，这是一个乐于施惠的家伙，他每天都会出现，按你的意愿或者从你那里买入，或者向你卖出。这个小伙子越狂躁不安，投资者的机会就越多。这是因为市场波动幅度越大，实力雄厚的公司的价格就会不定期地停在不合理的低价位上。认为这种低价位对于投资者来说是一种很大的风险，这是很荒唐的。实际上投资者可完全免费地利用市场的非理性。

在评估风险时，完全相信 β 系数理论的人将会不屑理会企业生产什么，它的竞争对手在干什么，或者企业利用了多少借款，他甚至不愿知道企业的名字是什么，他要衡量的就是股票的历史价格。相反地，我们将很高兴地放弃对历史价格的了解，而去寻找那些更有助于我们进一步了解公司业务的任何信息。在我们买了一支股票后，相应地如果市场关闭一年两年，我们将不会受困扰，我们不需要每天派一个人去核实我们的资产，那么，为什么我们需要规定在可口可乐股票上的投资收益要达到 7%？

我们认为，投资者应该评估的真正风险是在有望持有的年限内的一项投资的总税后收益（包括销售收益），至少应等于他最初投入的资金并加上它的适当的利息报酬。虽然这一风险并不能精确计算，但在一定情况下可以足够准确地计算以供使用。对其评估的主要因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素有：

(1) 公司长期经济特征的可靠衡量。

(2) 公司管理层的可靠性，包括其充分挖掘业务潜能的能力和使用公司现金流的能力。

(3) 靠管理层把收益从企业传递给股东而不是企业本身的程度。

(4) 公司的购买价。

(5) 未来的税收、通货膨胀程度，它们决定了投资者要从其总收入中扣除多少购买力回报。

这些因素可能使许多分析家非常糊涂，因为这些因素不能从任何一种数据中提炼出来。但是准确量化这些因素所存在的困难，并不能否定它们的重要性。正如贾斯提斯·斯图尔特发现很难明确定义“淫秽”，但是他能断定的是：“当我看到它就能知道。”同样地投资者能用不准确但却有用的方法去看到一定投资项目的内在风险，而不需参考复杂的公式或者历史价格。

4. 投资和购并：适用同样的原则(摘自 1978 年的信)

当我们发现：①企业是我们所熟知的；②有好的长期前景；③由诚实且称职的人经营；④价格非常有吸引力，这时我们将会很乐意用我们保险公司净值中的很大比例投资于该股票。我们常常能发现符合第①、②、③项要求的潜在投资项目。但是总是第④个条件阻止了投资。例如，1971 年，我们在伯克夏哈瑟维的附属保险公司的普通股成本达 1 070 万美元，市值达 1 170 万美元。市场上有很多利润很好的公司，但是很少有价格合适的。

然而过去几年情况却完全不同。到 1975 年底，我们的保险子公司所持有的股票市值和它的成本一样是 3 930 万美元，到 1978 年底我们持有的股票(包括可转换优先股)成本是 1.291 亿美元，市值为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.165 亿美元。在三年投资期内，我们从普通股上实现了约 2470 万美元的税前利润。因此，三年内我们在股票上已实现和尚未实现的利润总计约 1.12 亿美元。在同一期间，道·琼斯平均指数从 852 点下降到 805 点。这对于以价值为导向的股票购买者来说，是一个充满奇迹的时期。我们继续通过证券市场的拍卖价格机制为我们的保险组合寻找少数真正优秀的企业，这样的价格远远低于那些通过谈判买卖的劣质企业的价格。

对于廉价取得企业部分股权(购买普通股)的活动，大家缺乏热情，与之形成强烈对比的是对公司的购并活动，大家热情高涨。这看起来很清楚：要么是公司犯了重大的错误以谈判或是并购要约价格买进整个企业；要么是我们通过在股市上以低价买进企业部分股权，最终赚了很多钱。

(继续同样的话题，摘自 1981 年的信)

(1) 普遍的购并行为。正如我们的历史显示的那样，我们在拥有所有股权和通过可流通证券来拥有部分股权方面的结果都很好。我们想尽办法在每个领域进行巨额投资。(但是我们试图避免小量投资——如果有些事不值得做，就不要做。)事实上，我们的保险和邮票交易公司的资产流动性要求大部分投资行为在可流通的证券上进行。

我们进行证券投资的目的将是使真正的经济利益最大化，它既不是使管理层利益最大化也不是出于财务目的使报告利益最大化。(如果管理层更强调财务而不是经济实质，从长期来看，这通常对两者都没有好处。)

如果不顾及对即期报告收益的影响，我们宁愿以每股 X 的价格买下好企业 T 公司 10% 的股份，而不愿意以 $2X$ 的每股价格拥有 T 公司 100% 的股份。然而，很多公司的经理选择后者，他们也不乏现成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的理由来解释这种行为。

然而我们认为以下三个原因——通常不会说出来——独立或共同导致了高溢价的购并行为：

1）领导者。企业的或其他机构的领导者并不缺乏活力，他们喜欢从不断的行动和挑战中获得乐趣。在伯克夏哈瑟维，公司的脉搏在购并行为将出现时会跳得更快。

2）大部分组织，企业或者别的机构，在自我评估时也被别人评估。它们更多地依靠规模尺度而不是别的尺度来确定经理的报酬。（如果问任何一个上了财富杂志 500 强企业的经理，他的公司排名第几，他能脱口而出按销售规模排名的名次，但如果问他在财富杂志上按利润排名的 500 强企业中，他的企业排名第几，他们可能甚至不知道有这样的名次。）

3）许多经理显然对小时候听到的青蛙王子的故事印象过深：美丽公主的一个吻就可以把囚禁在青蛙身体里的王子释放出来。相应地，他们确信，他们的管理之吻将会给目标公司创造利润奇迹。

这一乐观情绪非常重要。除去浪漫色彩，是否还有其他的原因使得购并公司的股东想以 $2X$ 的收购成本拥有目标公司的资产，而不是以 X 的价格在市场上直接买进这一资产呢？

换句话说，投资者总是能以市价买进青蛙。如果投资者扮演公主花两倍的代价去吻青蛙，这些吻最好真正含有魔力。我们看到过很多吻，但却很少有奇迹发生。然而，许多管理层的公主仍然对他们的吻的潜力非常自信——甚至在他们的公司因不得不处理没有反应的青蛙而落后了很多之后仍然自信。

（2）伯克夏哈瑟维的购并目标。我们将继续寻找整体上价格听起来有实际意义的企业，即使被收购公司将可能继续沿着过去的趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势发展。如果对我们购并的公司非常自信，我们可能愿意对 1 类企业(这些企业可以提高价格而不必担心会失去市场份额或降低销售量)出高价。但是，我们通常不会对任一个认为只能购买一部分的收购目标支付过多的钱——因为我们通常发现这样做不能得到更多。

1981 年，我们终止了一项重要的购并活动，它涉及到一家我们非常喜欢的企业和一名经理。但是考虑到这部分资金还可以有其他用途，我们认为对方要求的收购价格会使我们自己的股东遭受损失。这样的结果将是——王国更大，但是居民却更穷了。

5. 股利政策(摘自 1984 年的信)

股利政策常常会上报给股东，但是却很少解释为什么采用这样的股利政策。有时公司会说如下的话：“我们的目标是将收益的 40%～50%作为股利分发，并保持以不低于消费物价指数增长的速度增加股利支付。”如此而已，没有解释说明为什么某一特定的股利政策对股东是最好的。然而，资金分配对企业和投资管理是至关重要的。正因为如此，我们认为公司管理者和所有者应该慎重考虑公司何时应该保留盈余，何时应该把盈余支付给股东。

需要明白的第一点是所有的收益都不是平等地产生的。在许多企业当中，尤其是那些有着高的资产与收益比率的企业，通货膨胀会使部分或全部账面收益变得虚幻。这些虚幻的部分——我们把它称之为限制性收益，如果企业要保住它的经济地位，是不能把这部分收益作为股利分配出去的。如果这些收益分发出去，企业将在下列一个或几个方面遭到削弱：单位销售能力、长期竞争能力、融资能力。不管一个公司的股利分配比例多么保守，如果一个公司持续分配它的限制性收益而又没有新的股本资金注入的话，它注定会被淘汰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限制性收益对股东不是没有价值，但是它们的价值常常要大打折扣。实际上，无论它们的经济潜力多么糟糕，它们都会被企业征用。(十年前,非常有讽刺意味的是:联合爱迪生公司不知不觉地使用了留存收益,而不管它们的投资回报是多么的不尽人意。当时,一项处罚性的常规政策是导致公司股票价格低于其账面资产的 1/4 的主要因素。也就是说,每留存一美元重新投入商业运做,这一美元就会变得仅剩 25 美分的市价。尽管这是一个黄金变成铅的过程,大部分收益仍然被用于再投资而不是分发给股东。同时,在全纽约的建造和维修地,招牌上都自豪地写着公司的标语:必须不停地挖掘。)

在股利的讨论中，对限制性收益无需再作更多的探讨。让我们把思路转向更多的不受限制的收益。这些利益，非常有弹性，可以留存也可以用来分配。在我们看来，管理者应该以使股东价值最大化为目标来决定是否分配收益。这一原则并非普遍为人接受。出于各种原因，经理们不愿意把可以分配给股东的收益分发出去，因为这样可以拓宽经理操作的公司王国，可以使经理们在一个更宽松的财务环境下经营等等。但是我们相信这仅仅是留存收益的一个有效理由，仅当不受限制的收益前景美好时，它才能够留存下来。这一前景要么由公司的历史数据来很好地支持，要么在合适的时候，通过对未来的全面分析来支持。即，公司的每一美元的留存收益都应该给它的股东创造高于一美元的市值，这种情况当且仅当留存的资金产生的增加收益等于或者高于投资者普遍能得到的收益时才存在。

在判断经理是否应该留存收益时，股东不应该简单地比较近年来增加的总收益与增加的总资本。因为它们两者的关系在一个核心业务中会被正在发生的事所扭曲。在通胀时期，拥有以超常经济为特征的核心业务的公司，能够用少量的增量资本在核心业务中创造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高回报率。但是除非企业正在经历巨大的单位增长期，这些企业将明显产生大量剩余现金。如果一个公司渐渐减少投入到其他收益率低的业务中的资金，那么该公司整体留存收益的回报毫无疑问会更出色，因为投放到核心业务中的那部分钱赚取了超额回报。这种情况类似于一场高尔夫球比赛：如果所有的业余选手都是没有希望的笨蛋，专业选手会因为有不可比拟的技术优势，从而使这一组中的最好分数显得尤为突出。

6. 资金配置、控制性投资和税收(摘自 1987 年的信)

在购进企业和股票时，我们试图不仅要购并好的企业，而且要购并那些由级别高的、有天分的而且是讨人喜欢的管理者所经营的企业。如果我们在选择管理层方面犯了错误，拥有公司的控制权就使我们处于优势，因为我们有权更换管理层。但事实上，这种优势是不切实际的，更换管理层，就像婚变一样，痛苦、耗时而且风险高……

控制企业主要能够提供两点优势：第一，当控制一个公司时，我们能够配置资金。这一点非常重要。因为很多公司的领导对资金配置并不在行，他们不能够胜任这一工作不足为怪。许多人走上领导岗位是因为他们在其他一些领域表现优秀，比如说营销、生产、工程等，有时候则是在机构政策方面。

一旦他们成了总裁，他们就面临着新任务。现在，他们必须作资金配置决策，这是一项关键的工作，可他们以前从未做过，并且也是不容易掌握的工作。这就好比一个天才音乐家在通往其事业的最高峰时，最后一步不是在卡内基大厅演出，而是被提名联邦储备委员会主席。

许多总裁缺乏对资金进行配置的能力，这并不是一个小问题：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上任十年后，一个年留存收益率为净价值 10% 的公司的总裁要对总体运作资金的 60% 的配置负责。

认识到自己缺乏资金配置能力的总裁们(并不是所有人都能意识到这一点)，将试图通过向他们的员工、管理顾问或者是投资银行家求助来进行弥补。查理和我经常观察这种“求助于别人”的情况，总的来说，我们感到这样做可能只是更强化了资金配置问题而并没有解决它。

控制企业相对于购买流通证券的另一个优势在于它的税收优势。伯克夏，作为公司的持有者，通过部分持股而承担了大量的税收成本，但如果我们持有的股权为 80% 或更多时，就不会出现这一情况。这一税收劣势长期伴随着我们。而去年税法的修订又明显加重了这一负担。因此，如果一家企业被我们持股 80% 或 80% 以上而不是低于这个数字，将会给伯克夏哈瑟维带来 50% 的税收好处。

持有流通股的劣势经常被一大堆的优势所抵销。股市有时会提供这样的机会：以远低于谈判的购并价格按非控股的形式买入一家业绩优秀的企业的股票。例如，我们在 1973 年以每股 5.63 美元的价格买入华盛顿邮政股票，到 1978 年每股税后营业收入为 10.30 美元，同样的，我们的 GEICO 股票是分别在 1976，1979 和 1980 年以平均每股 6.67 美元的价格买进的，到去年，这支股票每股税后营业收入为 9.01 美元。在这些情况下，市场先生被证明是一个很有力的好朋友。

7. 智者千虑，尚有一失——或者说为何好企业比差企业好(摘自 1989 年的信)

最初 25 年的错误(压缩的版本)

回顾过去的错误以避免再犯是个好主意，所以让我们快速地回顾一下过去的 25 年：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）我的第一个错误，当然，就是买下了伯克夏公司的控制权，尽管我们知道它的业务——纺织工业——前景不太好，因为价格很便宜，我忍不住把它买下来了。尽管到 1965 年我意识到买它的策略是不可取的，但是以这种方式购买股票在早期投资里是成功的。

如果你能以足够低的价格买进一支股票，即使其长期经营前景很糟，通常你也会有机会卖出它并获得不错的收益。我称它为烟头投资理论。在街上发现的只有一缕烟的烟头，它不能像一整根烟那样产生许多烟，但是极便宜的价格将会使一缕烟有利可赚。

如果你不是公司债务清算人，以这种方法买进公司是愚蠢的。第一，当初的低价最终可能被证明根本不便宜。在一家财务状况不好的公司，刚解决一个问题，又会冒出来另一个问题——厨房里永远不会只有一只蟑螂。第二，你最初所获得的任何好处很快会被企业的低收益所侵蚀，例如，如果你以 800 万美元的价格买入一家公司，这个公司能够立即以 1 000 万美元的价格出卖或清算，那么你就实现了高收益，但是如果该公司在 10 年内以 1 000 万美元的价格出卖，并且在这期间你只能每年获得并收回你成本的一部分，那么，这个投资行为将是令人失望的。时间是绩优企业的朋友，是一般企业的敌人。

你可能认为这个原理是显而易见的，但是我却费了很大劲才明白，实际上我好多次都认识到了它。在刚买下伯克夏不久，我得到了一间位于巴尔的摩的百货公司 Hochschild Kohn，该公司是通过 Diversified Retailing 公司买下来的，该公司后来与伯克夏公司合并了。我以远低于账面价值的价格买下了它。公司里的人是一流的，交易里还包括未记录账册的固定资产和一批重要的以后进先出计价的存货。我怎么能错过呢，噢，三年后，我很幸运地以成本价把它卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去了。结束完我公司与 Hochschill Konn 的联姻后，我像丈夫们在一首全国流行的歌中所唱的那样：我妻子和我最好的朋友私奔了，我却依然想念她。

我可以再举一些其他的愚蠢地进行“低价买进”的例子，但是我相信你已经有了这一概念：以一个中等的价格买进一家优秀的公司比以一个非常好的价格买进一间中等的公司更明智。查理很好地理解了这一点，而我则理解得很慢。但是现在，当我们购进公司或者普通股时，我们寻找那些不仅业绩一流，而且管理一流的公司。

(2) 这又关系到另一条经验：好的骑师只有配好马才能干得出色，而不是和一匹有病的马配合。伯克夏的纺织业务和 Hochschild Kohn 都由能干而且诚实的人经营管理。同样的经理只有在好的企业才能取得好的业绩，但是当他们经营动荡不定的企业时，他们永远不会有进步。

我多次提到，当一个声誉非常高的经理管理一家经济基础差的公司时，只有公司的“不良声誉”会完整地保持下来。

(3) 另一条相关的教训：找容易管理的公司。购并及管理各种各样的公司 25 年后，查理和我还是没有学会解决复杂的企业问题，我们所学到的就是避开它们。在一定程度上，我们成功了。这是因为我们着力于寻找那些可以一跃而过的鸿沟，而不是因为我们掌握了可以飞跃宽达七步的鸿沟的能力。

(4) 最令人惊奇的发现：在企业中存在一种十分重要的无形力量，我们称之为“机构盲从”。在商学院时，从没人向我提起过机构盲从的存在。当步入商界后，我也没能凭直觉就理解了它。那时侯我以为那些体面、聪明而且有经验的管理人员会自动地作出理性的商业决策，但是我多次发现事实并非如此。相反，当机构盲从起作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用时，管理人员的理性成分会萎缩。举例说明：①好像被牛顿第一运动定理控制了一样，机构会拒绝对现有方向进行任何改变；②就像增加工作要占用更多的时间，公司的项目或购并也必须要占用现有的资金；③领导者的任何商业行动计划，不论多愚蠢，都会迅速得到下属的支持，他们会提出详细的报酬率及策略研究作为回应；④同类公司的行为，不管这些公司是在扩张规模、购并或是在制定管理者的报酬，这些行为都将会被无心地模仿。

机构的力量，既不是受贿做坏事，也不是干蠢事，而是设法使企业集中精力干正事。这些力量也常常被误导。因为忽略了盲从的力量而犯了几次重大错误之后，我尽我所能地组织和管理伯克夏哈瑟维公司，使它尽量少受这种盲从力量的影响，而且，查理和我尽量把我们的投资集中在那些对盲从行为有所警觉的公司。

（5）我们一直坚持保守的财务政策，这在现在看来好像是个错误，但我过去并不这样认为。回顾过去，很明显，如果伯克夏哈瑟维公司采用高杠杆比率，尽管这一比率仍然是保守的，应该可以创造比目前平均 23.8% 的收益更高的股权收益率。甚至在 1965 年，我们本应该有 99% 的把握认为高杠杆比率只有好处，没有坏处。相应地，我们本应看到，某些内部或外部的恐慌因素使一般债务比率产生不良后果的可能性仅为 1%。

我们不会喜欢 99:1 这一悬殊的比率，永远不会。在我们看来，再大的获取额外收益的概率也无法抵消非常小的损失概率。如果你的行动是明智的，你会得到好结果；很多情况下，杠杆比率仅是使事情进展得更快而已。查理和我永远不会太着急，我们享受这一过程远远超过享受收益，尽管我们已经学会享受收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.2 能力范围：巴菲特具有专业知识的领域

9.2.1 保险业(摘自1977年的信)

呆在这样的公司是令人非常舒服的，在这里，你会犯一些错误，但总体的经营结果令人满意。从这个意义上说，我们的纺织企业恰恰相反。在这个企业中，即使是非常优秀的管理人员也只能取得最一般的结果。你的管理层已掌握了这样一个教训：呆在顺大流而不是逆大流的企业中。不幸的是，有时这个教训需要再学习。

1977年，保险业乘风得势。为弥补1974和1975年里保险业的灾难性损失，1976年整个行业的保险费都大幅上升。但是，由于典型的保单有效期通常为1年，而定价错误只能通过保单更新进行修订，所以保险费提高所带来的收益直到1977年才全面反映出来。

可现在钟摆开始向另一方面摆动，我们估计我经营的保险领域的成本每月将近上升1%。这一方面是由于持续不断的货币通货膨胀，或者按社会大众的理解称“社会膨胀”，影响了弥补人寿和财产损失的成本，另一方面是由于保单所承保事故的发生。如果不相应地每月提高1%的保险费，保险利润一定会减少。最近，保险费调整的步子已经大幅减慢，我们预期在下半年承保利润将会普遍下降。

保险公司提供的都是标准化保单，适用于任何人。它们惟一的产品是承诺。执照是不难获批准的，保险费率一目了然。在商标、专利、地理位置、公司时间长短、原材料等方面没有一点优势，也没有客户差别使它能远离竞争，因此，在公司的年度报告中经常强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调人治的区别。这有时是正确的，有时不是。但毫无疑问，保险公司的性质会扩大每个经理对公司业务的影响。我们很幸运地拥有想法与我们一致的管理人员。

1. 继续探讨保险业(摘自 1979 年的信)

公认的看法是保险业绩在 1980 年总体上将会很差。但是，在一年左右的时间内，保险费将会趋于稳定，到 1981 年某时，将会走向一个转折点。但我们并不同意这一看法。目前的保险费率鼓励企业去做那些损失达到以前认为绝对不可接受的保险损失水平的保险业务。因此，我们期待竞争能创造一个大家能够容忍的保险损失的新门槛，而且混合比率将来平均应该比过去高一些。

然而，我们相信保险是一个非常好的行业。它将使人类的管理天份提高到一个不寻常的水平。我们就有很多的管理人员，他们被证明是有天赋的，而且还在不断地提高(此外，我们通过投资 SAFECO 和 GEICO，也从这两组非常出众的管理群体获得了巨大的间接利益)。这样，我们期望能很长时期内在保险业都能良好运营。但是，在某一年份里，这一行业经营成果的确可能非常糟糕。如果交通事故发生的频率快速增加，我们及其他保险公司都可能经历这样艰难的一年。

2. 继续探讨保险业(摘自 1980 年的信)

在过去的报告中，我们已经写到失望是常常来自于购进并经营那些“情况发生彻底改变”的企业。实际上这些年，在二十多个行业中，上百个“彻底改变”的可能性曾在我们面前出现过，不管作为当事人还是旁观者，我们一直在追求业绩而不是期望。我们的结论是：当一个有良好声誉的管理人员，经营一家基础经济声誉差的企业时，只有企业的不良声誉能完整地保存下来。

但 GEICO 公司看起来可能是个例外。1976 年，该公司已处于破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产的边缘，肯定需要出众的管理人员来使它复苏，正是这一年，杰克·沃伦上任，对公司进行了非常优秀的管理。

当然，这一点也是事实，即 GEICO 公司享有基本的业务优势。这种优势以前曾带来过极大的成功。尽管这一优势现在被财务和经营上的危机所掩盖，但是它在公司内部仍然完整地保存下来。

GEICO 公司被定位在一个广阔的市场(汽车保险)上进行低成本运作。该市场大部分是由适应性调整受营销结构制约的公司组成。如果按它的定位基础进行经营，它能为它的客户提供超额收益，同时也能为它本身带来超额收益。十年当中，它也是按这种思想经营的。它在 70 年代中期所遇到的困难，不是由核心经济优势的减少或消失造成的。

GEICO 当时的问题类似于 1964 年美国捷运公司发生沙拉油丑闻时所处的困境。这两者是一类公司，暂时地受财务危机的影响并不会破坏它们独特的基础经济。GEICO 与美国捷运公司，都具有巨大的特许经营优势，只不过局部感染了可切除的癌症(需要一名技术精湛的外科医生)。它们的状况与那些性质已真正“彻底改变”的公司的情况不同，在“彻底改变”的情况下，管理人员期望并需要对公司进行脱胎换骨的转变。

一个很大程度上尚未批露出来、但是尤其有害的问题，可能延长和加大即将到来的行业阵痛，它不仅可能使许多保险公司在保险损失屡创新高的情况下争夺业务，而且还使它们付出双倍的努力。

该问题是由债券价格下降和保险业的会计惯例造成的该惯例允许保险公司按摊销成本为债券计价，而不论市值的大小。许多保险公司持有的按摊销成本计价的长期债券达到债券净值的二到三倍。如果是三倍的话，当然，即意味着债券价格成本将缩水 1/3，如果在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账面上进行确认，这将会侵蚀掉相应部分的公司净值。而且这种缩水情况确实存在。一些最大、最有名的财产保险公司最近发现，当他们按市值对持有债券计价时，净值大幅减少，甚至为负值。当然，他们的债券价格也可能上涨，因此，可能部分地，甚至完全恢复到他们所规定的净值额度。或者，债券价格也可能继续下降。(我们认为股票或债券价格的短期预测是没有用的，这种预测只不过告诉你很多关于预测家的情况，而对于未来，它什么也不能告诉你。)

保险公司的股票组合价格大幅下降，引起净值的大量减少，会威胁公司的生存，而当债券价格更大幅度地下降时市场对此没有反应，这听起来让人感觉很奇怪。企业声称，不管目前价格如何变化，债券在到期时可获得全额支付，因此，最终消除了阶段性价格下降的影响。这种论断认为：这个过程可能要持续 20 年，30 年甚至 40 年，但是，只要债券不卖出去，最终，这些债券价值就会等于面值。当然，如果它们被卖出去，甚至它们被一些类似的提供相对更好的价值的债券替换——损失就会在账面上立即反应出来。同时，公司所公布的净值应是扣除损失数额后的净值。

在这种情况下，许多投资机会可能在几十年后才会消失。例如，预计未来有大量保险损失时，一些保险公司将会从免税的债券中脱身而投资于纳税债券，进行明智的业务转移。不愿意承认主要债券的损失可能是阻止这种明智转移的核心因素。

但是，大量潜在债券损失的连带影响远比投资者智力定位更严重。因为购买并持有债券的钱来自于投资人和索偿者。这些钱，实际上是他们暂时存放在保险公司的，只要这些钱数量不变，就不需卖出债券，一旦资金库里的钱减少了——可能是业务量急剧下降所致——就应卖掉资产来偿付债务。如果这些资产是由有巨大的未确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认损失的债券组成，这些损失将立刻变成真实损失，在这一过程中，净值大幅度减少。

因此，面临债券市值缩减而影响报告净值，同时又因保险费收入不足而将进一步损害净值问题的保险公司，可有两种做法。管理上可供选择的一个做法是让保险人按照风险变化调整价格——“确保每一美元的成本加预期损失，都能赚回一美元的溢价。”

这种指令的后果是可预测的：①由于大部分业务对价格敏感且每年更新，许多现在列示在账簿上的保单业务，将来可能很快地就成为竞争者的囊中之物；②由于保险费大量缩减，负债(预收保险费和应付索赔额)也将会相应地滞后性地减少；③必须卖掉资产(债券)以与负债的减少相匹配；④同时，以前未反映的净值的损失部分也将在公开的财务报表中部分体现。

这种调整能够减少报告财富净值的缩水量。一些公司对第③种后果的反应将会是以市价卖掉拥有的股票或是最近买进的损失较轻的债券。这种舵鸟般回避现实的行为——卖掉好的资产，持有损失最重的资产——尽管在短期内能稍许减轻痛苦，但将不可能成为长期的赢家。

第二种做法更简单：仅仅是继续出售保单而不理会保险费水平和预期的保险损失等问题，因而也就是，保持目前的保险费、资产及债务水平。然后，为保险业或为债券价格祈祷一个好年成。无视未来的保险损失，为得到资金投资于目前高回报的项目而不停地出售保险，《现金流》杂志对这一行为进行了大量的批判。第二种做法可以称为“资产维持”保险——仅仅为保持现有的资产而接受一些糟糕的业务。

当然，你知道应该选择哪种方法。很明显，只要大保险公司被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迫选择第二种做法，保险业将永无宁日。因为如果大部分企业认为必须维持保险费总量水平，而不管价格水平是否合适，所有的保险公司将不得不去迎合那些价格。公司本身就存在财务问题，更糟糕的是还有一大群存在财务问题的竞争者也可能采用“以任何价格出售”的政策来拖延这一问题……

在这方面，我们自己做的是令人满意的。我们也以摊销成本评估债券，我们相信我们的财富净值在保险费总量方面是所有股份制的大财产保险公司中最强的。当从市价角度评估债券时，我们的相对力量更强(但是唯恐太骄傲，我们提醒自己，我们的资产和负债远远没有像希望的那样匹配，而且我们的债券也损失了很多，因为主席在本该干实事的时候，却在说话)。

我们有充足的资金和投资弹性，这使我们能够在定价不合理的时候还能做我们想做的任何有意义的事。但是行业的困境也就意味着我们的困境，我们的财务力量并不能使我们远离目前正席卷整个财产保险行业的不良价格环境。

9.2.2 媒体公司(摘自 1984 年的信)

主流报纸是商界中最好的企业之一。股东们自然认为他们获得极好的利润仅仅是因为他们生产出了优秀的产品。这个理论在事实面前被推翻了。无论哪个层次的报纸，只要它在自己的社区占据主流地位，那么一流的报纸就能获得高额回报，三流报纸也能获得较高回报。当然，产品质量对于报纸取得主导地位是至关重要的。我们认为，Buffalo Evening News 就是这样的，很大程度上是因为艾尔弗雷德这样的人先于我们干这一行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦占据主流地位，报纸的好坏就是由报纸本身而不是市场决定的了。无论好与坏，企业都会成功。绝大部分行业都不是这样的：质量差通常经济效益也差。但是有可能一份质量不好的报纸，因为报纸本身的“告示”价值，对于绝大部分居民来说很便宜，所以买的人多。在其他条件相同的情况下，差的报纸将不会有一流报纸那样多的读者，但是，差的报纸对大多数居民来说依旧很重要。这样，抓住了居民的注意力，等于抓住了广告商的注意力。

既然市场不强求高标准，管理层应该强调自己的标准。我们投放到新闻上的高于平均数的花费代表的是一种重要的数量标准。我们相信斯坦利普西和玛丽莲莱特公司将继续采用更重要的质量标准。查理和我相信报业是社会中非常特别的机构，我们为报纸感到骄傲，并将为在未来被证明是对的而倍感自豪。

1. 继续探讨媒体行业(摘自 1990 年的信)

查理和我对于去年媒体行业的发展感到惊讶，包括报业，例如我们的 Buffalo Evening News。这一行业对经济衰退早期阶段的反应比以前更脆弱。问题在于这次衰退是否是经济周期的一部分——它会在下次的经济好转中完全弥补回来——或者企业已经滑向永久性地减少企业内在价值的道路。

因为我过去没能预测到现在发生的事情，你可能质疑我对未来情况的预测。但是，我还是要说出这一判断：尽管许多媒体公司相对于一般行业来说将保持经济上的奇迹，然而这种奇迹比起我、行业人士或者债权人前几年认为的情形逊色许多。

过去媒体公司表现得如此出众的原因并不是实质上的增长，而是大多数企业运用了超常的定价能力。然而现在，这些公司的广告收入增长缓慢。此外，那些不做或很少做广告宣传(尽管他们有时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用邮政服务）的零售商逐渐在一些的商品种类的销售中占了很大的市场份额。最重要的是，印刷、电子广告渠道大量增加。因此，广告收入大量分散，广告商的定价能力也消失了。这些情况降低了我们投资的主要媒体的内在价值，并且也降低了我们自己运营的公司——Buffalo Evening News 的价值，尽管它仍是效益好的企业。

2. 继续谈媒体行业（摘自 1991 年的信）

媒体经济和估算方法的变化

在去年的报告中，我陈述了我的观点：媒体公司利润的减少反映了现实的也是周期性的因素。1991 年的事件进一步说明了这一事实：曾经实力很强的媒体公司的经济实力随着零售方式的改变以及广告和娱乐选择范围的增加而进一步减弱。不幸的是，商界中，后视镜永远比挡风玻璃更清楚。几年以前，与媒体行业相关的任何人——债权人、股东或是财务分析家——都没有看到影响该行业的经济恶化环境正在积累。（但是给我几年时间，我想我能看到。）

事实上，报纸、电视、杂志公司从它们的经济行为方式上看更像是普通企业而不是特许经营权企业。让我们快速看一下两种企业的特性差异，但是，同时也要记住，许多经营行为达到了中等水平的企业，可以被描述为差的特权企业或好的普通企业。

经济上的特许经营权来源于这样一种产品或服务：①有需求；②其客户认为不存在相近的替代品；③不受价格管制的制约。一家公司如果具备强有力地制定其产品或服务的价格，从而取得高额资本收益率的能力，就说明该公司的产品或服务具备了以上三个条件。另外，特许经营权企业能够容忍管理上的失误。无能的管理人员可能减少一家特许经营权企业的收益，但是他们不会导致致命的损失。

相反，普通企业只有在低成本运作或是其产品或服务需求旺盛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，才能获得超常收益，供不应求的局面常常不能持久。一家有着超强的管理人员的公司可以更长久地处于低成本运作状态，但是最终仍可能免不了受到竞争者的袭击。而且，普通企业不像特许经营权企业，在普通的企业中，劣等的管理人员会导致公司破产。

直到最近，媒体公司还一直拥有特许经营权企业的三个特性。因此，它们的定价很强，管理也比较松散的。但是，现在顾客寻找信息和娱乐的领域已被大大拓宽了，不幸的是，需求不能随新的供给的增加而增加，美国只有 5 亿只眼睛，一天也只有 24 小时，这都是固定的。结果，竞争加剧，市场被分割，媒体行业已经失去了部分——尽管还远远不是全部——特许经营权。

9.2.3 消费品公司(摘自 1990 年的信)

在糖果店的 20 年

我们刚刚跨越了一个里程碑：20 年前，1973 年 3 月 3 日，Blue Chip Stamps 公司(后来成为伯克夏公司的附属公司，再后来并入了伯克夏公司)买下了西记糖果店的控制权。西记糖果店是西海岸一家盒装巧克力的制造商和零售商。卖方索要的名义价格——以我们最终拥有 100%的股权为计算基础——是 4 000 万美元。但是该公司有 1 000 万美元的剩余现金，因此真正的要价是 3 000 万美元，查理和我看到公司仅有 700 万美元的有形净资产，因此对这样一家有特许经营权的企业的要价并不满意，我们表示我们最高只能出 2 500 万美元。幸运的是，卖方接受了我方的价格。

Blue Chip 公司的赠券销售额从 1972 年的 1.025 亿美元下降到 1991 年的 120 万美元，但是西记糖果店同期的销售额从 0.29 亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升到1.96亿美元。另外，西记糖果店的利润比销售额增长地快，其税前收益从1972年的430万美元上升到去年的4 240万美元。

为了对利润的增长进行正确地评价，我们必须把它与产生该利润的增量资本进行比较。西记糖果店(简称西记)的经营业绩令人吃惊：公司现在只用2 500万美元的净值就能正常营业，也就意味着在最初的700万美元的基础上仅补充了1 800万美元的再投资。西记所留存的4 100万美元的税前收益在这20年间全部给了Blue Chip Stamps/伯克夏公司，让这些公司将它用于最有意义的地方。查理和我收购西记是很有远见的：我们看到了这家企业未被开发的价值。我们在两方面是幸运的：第一，交易价格没有偏离我们所认定的0.25亿美元；第二，我们发现了楚克·休吉，后来是西记的执行副总裁，我们当时立刻聘用了这个人。我们的业务以及与楚克的私交都非常好。有一个例子：当并购完成时，我们与楚克达成了一项薪酬协议——我们在五分钟内就想好了但从来没有把它变为书面合同，这项协议直到今天仍未改变。

9.2.4 买卖债券(摘自1984年的信)

华盛顿公共供电系统

从1983年10月到1984年6月，伯克夏的保险附属公司连续不断地购进大量华盛顿公共供电系统(简称WPPSS)工程的1期、2期和3期债券。就是它在1984年7月1日未能偿付22亿美元的到期债券，发行该笔债券是为筹集现已废弃的4期工程和5期工程所需的部分建设资金。然而对于这两类债券在债务人、承诺和性质方面都有实质性差异，但4期和5期工程出现的问题给1、2、3期工程带来很大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响，也可能导致后者产生严重问题。另外，1、2、3 期工程本身存在的大量问题也会削弱或损害其担保人 Bonneville 电力管理机构的良好信用级别。尽管有这些重大的不利之处，查理和我认为未来的收益将足以补偿当时购买这些债券所承担的风险和伯克夏支付的价格（远低于现在价格）。

正如你所知，我们为保险公司买流通股的准则是那些适用于购买整个企业的准则。这种评估整个企业的方法在专业的基金经理中并不流行，也受到许多学者的批评，然而它却为其追随者提供了良好的服务。（对于这点，学者们会说：噢，它在实践中表现很好，但在理论上不能操作。）简单地说，我们感到如果我们能以整个公司每股价值的几分之几的价格买下一家经济基础令人满意的公司的小部分股票，好事情就可能降临到我们头上——尤其当我们持有许多这样的证券时更是如此。

我们甚至能把评估整个企业的方法运用到债券购买中来。比如 WPPSS，我们将年度末投资到 WPPSS 的 1.39 亿美元看作是对经营企业的投资。在 WPPSS 的案例中，“企业”从合同上赢得了 2 270 万美元的税后收益（通过债券利息的支付取得），现在我们可以以现金的形式取得这部分收益。我们是很难购得经济收益与之相近的运营企业。只有相当少的企业能够取得像我们在 WPPSS 取得的 13.6% 的税后净资产收益率。而且即使我们能够购得这样的公司，买价也会高出现在的投资额。在一般的企业购并谈判中，税后收益为 2 270 万美元（相当于税前收益 4 500 万美元），而且不存在财务杠杆的公司售价为 2.5 至 3 亿美元（有时甚至更多）。因为对于一个我们认为业绩非常好的企业，我们将非常乐意出这个价，可是这个价格却是我们投入到 WPPSS 中的资金的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，在WPPSS的案例中，还存在一项我们认为非常小的风险，即该“企业”可能在一两年内一文不值。同样还存在利息可能停付很长时间的风险。此外，该“企业”最高价值约为我们所拥有的债券面值2.05亿美元，仅比我们的出价高48%。

上升潜力的上限是债券投资的一个重要的缺陷，然而应该认识到，绝大部分经营性公司如果没有更多的连续不断的资金投入，它们的上升潜力也是有限的。这也是为什么绝大部分公司不能大幅度提高它们股本收益率的原因——甚至在通货膨胀条件下也不能，尽管这种情况曾被认为能自动地提高收益。

让我们把将债券比作企业的例子进一步深化：如果你选择留存12%的债券年收益，并用票息收益购买更多债券的方法，那么债券投资的收益将以一个足以与绝大多数经营性公司的增长率相媲美的比率增长。第一种情况，今天以1 000万美元购买一张30年的零息债券，折现率为12%，到2015年该债券将价值3亿美元。第二种情况，一个价值1 000万美元的公司，定期的股权收益率为12%，如果留存所有的收益用于公司增长，到2 015年它的资本也将是3亿美元。企业和债券在最后一年收益都为3 200多万美元。

我们分析债券投资的方法——把它看作一类不寻常的有其特有的优缺点的企业——可能让你觉得有点不可思议。然而，我们相信，如果投资者从一个商人角度看待债券投资，他们将会避免许多重大错误。例如，在1946年，20年的AAA级免税债券的收益率略低于1%，实际上购买这些债券就相当于在当时收购了一家账面价值收益率约为1%(它的收益永远不会超过账面价值的1%)的“公司”，并为这样一家劣质企业支付了100美分每美元账面价值的价格。

如果投资者曾经很有商业头脑地想想这些条件——那的确是惊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的低价交易，他也很可能会嘲笑这种主张并走开。因为，当时能够以接近账面价值的价格买下有极好前景的企业，同时，它税后账面价值收益率为 10%、12% 或者 15%。1946 年，在美国几乎没有一家企业会以账面价值转让，原因是没有买者会认为这些企业会比其账面价值值更多的钱。但是习惯于债券投资的投资者在该年中却按这样的条件非常急切地达成了交易。同样地，债券投资者却以从商业标准来看很糟糕的条件欣然购买了 20 年，30 年期的债券。（在一本我认为是迄今为止写得最好的投资书——《聪明的投资者》中，著者格雷厄姆著的最后一章最后一节的开篇这样写到："当投资按商业模式进行时，这项投资就是非常明智的。"该节的题目是"最后一句话"，这是一个很合适的标题。）

我们将再次强调，在 WPPSS 交易中，毫无疑问有风险，同时这种风险也很难评估。如果查理和我一生中做过 50 次类似的评估，那么我们希望我们的判断能够很令人满意的，但是一年当中，我没有机会做 50 个或 5 个如此的判断。甚至即使我们长期的业绩可能被证明是不错的，在任何给定的驾驭一项风险的年限内，我们看起来也是非常愚蠢。大部分管理人员没有动力去做那种明智但有时看起来像一个傻子的决策，他们的利益很明显：如果一项非常规性的决策结果很好的话，他们将受到表扬；如果不好，他们将会被解雇。

9.2.5 逆势而动：当任何方法都不奏效时（摘自 1985 年的信）

纺织企业的关闭

7 月份，我们决定关闭我们的纺织企业，到年底时，这项令人不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愉快的工作也大部分完成了。该企业的历史是很有教育意义的。

当巴菲特合伙人有限公司(一家投资合伙公司,我是它的主要合伙人)在 21 年前并购伯克夏哈瑟维公司时，它的账面净价值为 2 200 万美元，全部投资于纺织业务。但是，这家公司的内在价值非常小，原因是纺织资产不能获得与其账面价值相称的收益。实际上，在前九年(也就是伯克夏和哈瑟维合并成一家公司的那段期间)，5.3 亿美元的总销售额产生的是 0.1 亿美元的总损失。虽然时不时地有利润宣布，但总体效果是前进一步，后退两步。

那时，我们购进了南方的纺织工厂——它们被认为有重要的竞争优势，那时大部分北方的纺织工厂已经关闭了，许多人认为我们的企业同样会破产清算。

然而，我们认为公司在一个长期雇员肯切斯的管理下会经营得更好。对该员工我们当时是立即聘他做公司总裁的。在这点上，我们 100%的正确：肯和他的继任者格雷·莫雷森，同我们业绩好的企业的管理人员一样，都很出色。

纺织企业 1967 年前产生的现金流都用于购并国家保险公司，从而使我们的集团进入保险业，另外一部分购并资金来源于收益，以及减少的纺织存货投资、应收账款和固定资产。纺织行业资金的回撤被证明是明智的，尽管在肯的管理下，纺织企业业绩有所改进，然而这个企业永远不能成为好的收益源，甚至不会良性运转。

随着伯克夏公司业务的进一步多元化，随着纺织企业在公司集团中份额的进一步下降，渐渐地，纺织企业的不良业绩对整体收益的影响降低了。在 1978 的年度报告中我陈述了我们仍然留在纺织行业的原因(在其他时候我也总结过)：“①我们的纺织企业在社区内是非常重要的雇主；②管理层在批露问题和解决问题方面做的很出色；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

③员工很团结，并且在面临一般问题时能相互沟通和理解；④该企业的投资能获得平均水平的现金收益。”我进一步补充道，“只要符合这些条件——我们也希望他们能符合，尽管有更好的投资方向，但我们仍将会继续支持我们的纺织企业。”

事实证明，对于④我犯了一个大错。尽管 1979 年，纺织企业利润不错，但是随后，企业消耗了大量现金，到 1985 年中期，这种不好的情况都已变得十分明显(甚至对我而言也是如此)。如果我们能找到一个买主，他愿意经营这个企业，我将非常乐意出卖这家企业而不是破产清算，即使这样做会使我们的收益更低。但是对我最终所看到的经济状况(大家也都清楚就里)利润为 0。

我们不会因为它只能为公司增加不到 1 个百分点的收益就关闭收益低于正常水平的企业。但是，我也感到即使是一家具有超额收益的公司，投资经营一家看起来未来损失无穷大的企业也是不明智的。亚当·斯密将不同意我的第一个论断，卡尔·马克思将不赞同我的第二个论断。惟一能使我感到慰藉的方案是折衷。

我应该再次强调，肯和格雷为试图使我们的纺织企业成为成功企业，用了很多办法，不遗余力而且颇具创造力。为了获得足够的收益，他们重新设置了生产线、设备布局和配送安排。但是最后，什么效果也没有。我为我没有早点放弃该企业而后悔。最近一期的《商业周刊》声称，自 1980 年以来已有 250 家纺织工厂倒闭。它们的股东掌握的信息并不比我多，他们仅仅是更客观地处理了它，而我则忽略了康德的忠告：“智慧是心的助手，而不是它的奴隶”，我相信了我宁愿相信的东西。

美国国内的纺织行业是在商品经济环境下经营，在有着巨大的剩余生产力的世界市场上竞争。我们所遇到的困境，大部分直接或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间接地源于拥有廉价劳动力的外国企业的竞争。但是，这也并不是说，我们的劳动力应该因我们企业的倒闭而受到责骂。实际上相对于美国一般行业的员工工资，我们员工的工资是非常低的，这在整个纺织行业都是如此。在谈判中，工会领导及成员对于我们的成本劣势非常理解，所以并没有要求提高实际工资，相反地，他们像我们一样努力，希望使公司更有竞争力，甚至在我们清算期间，他们都表现良好。(具有讽刺意义的是，如果我们的工会几年前表现不明智些，我们的财务状况将会有所改善，然后，我们可能会意识到我们面临的未来情况不好，这样早点关闭企业，就能避免未来重大的损失。)

这么多年来，我们有机会把大量资金投入一些本该能降低变动成本的纺织工序。每一个这样的建议看起来都可以使我们立即成为赢家。按收益/投资指标来衡量，实际上，这些提议通常会承诺比在高收益的糖果业和报业进行同等投资所可能带来的收益更高。

但是这些承诺的纺织业投资收益是虚幻的，许多竞争对手，包括国内的和国外的，都会增加同类资金投入，一旦很多企业这样做，它们所减少的成本将成为全行业降价的底线。从单个企业来说，资本投资决策看起来是有效的而且是理性的，但总体来看，决策效果彼此抵销，决策就成为不理性的了。每一轮投资后，所有的参与者在项目中投入更多的资金，收益却保持不变。

因此，我们面临困难的选择，投入大量资金将有助于我们的纺织企业保持活力，但是资金规模日益增长而收益却不好。而且投资后，外国竞争者仍然保持成本上的优势。然而如果不投资，即使相对于国内的纺织企业而言，我们也没有竞争力。我总认为我自己所处的位置正如伍迪·艾伦在他的一部电影中说的："比历史上其他任何时间都更困难，人类面临一个十字路口。一条道路将我们引入失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望和绝望，另一条通向灭亡。让我们祈祷我们有智慧作出正确选择。”

为了理解在商界中应怎样克服投资还是不投资的两难困境，看看伯林顿工厂这家 21 年前以及当今美国最大的纺织公司，很有启发意义。1964 年，伯林顿的销售额为 1.2 亿美元，而当时我们只有 0.5 亿美元。无论在销售还是在生产方面，我们都不能与它相比，当然，它的收益也远远高于我们。它的股票在 1964 年底价格为 60 美元，而我们的股票只有 13 美元。

伯林顿决定继续做纺织业务，而且 1985 年的销售额已达 2.8 亿美元。在 1964 年到 1985 年期间，这家公司投入资金大约 3 亿美元，这高于美国其他的纺织品公司，股价为每股 260 美元。我相信，相当大一部分资金被用于成本改进和业务扩张。如果伯林顿承诺一直从事纺织业，我猜测公司的资本决策会是非常理性的。

然而，相对于 20 年前，伯林顿公司的销售额和股本收益率都大幅下降。1965 年，公司拆股，1 股拆 2 股，调整基数后的股价为每股 34 美元。仅仅比 1964 年的每股未调整股价 60 美元稍高一点，而同时 CPI 增长超过了三倍。因此每股的购买力大概是 1964 年底的 1/3。经常性的股利分配，也使购买力极大收缩。

这种股东导致的灾难性后果暗示了将脑力和体力投入到一项错误事业中的结果。这种情形使人想起萨缪尔·约翰逊关于马的评论：“能数到十的马是一匹与众不同的马——而不是一个出色的数学家”。同样地，一家能在其行业中出色地配置资金的纺织公司是家优秀的纺织公司，但不是一家优秀的公司。

我通过自己的经历和观察别的企业得出的结论是：管理效果的好坏（由经济收益来衡量）更多的是受你搭乘了哪条行业之船的影响，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是受你划船多么努力的影响(当然,无论在好的行业还是不好的行业,能力和努力于事都非常有益)。多年前我曾写到:“当一名声名显赫的管理人员经营一家经济基础声誉差的企业时,只有企业的声誉能保持完整。”在这个问题上,我的观点从未改变。如果你发现自己坐在一艘长年漏水的船上,那么把精力放在重新换一艘船比把精力放在修补漏洞上更有效。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章　马里奥·加比利

发现并揭示自由市场的价值

1967年，马里奥·加比利从哥伦比亚商学院毕业，在那里，罗杰·默里，第五版《证券分析》的合著者之一，引领他进入了价值投资的领域。毕业后，加比利直接进入了华尔街，并作为一名销售方的分析师工作了10年。他首先专职于小汽车行业，然后进入娱乐业。1977年，他建立了加比利资产管理公司，到2000年为止，该公司已在共同基金中管理逾200亿美元，分别为个人、机构以及私人投资伙伴开设了账户。1999年初，该公司上市，并在纽约证券交易所挂牌，以GBL为标志。加比利本人是巴伦的年度投资协商会议的正式成员，并常出现在电视节目中。这正适合于那些像加比利一样成功投资于媒体股票的人。除了精于选股，他还讲述了一个伟大的股票故事。

对于像马里奥·加比利一样有着本杰明·格雷厄姆式传统教育背景的价值投资者来说，当前必须回答的问题是：因特网已经使实净值股票消失了吗？当格雷厄姆审阅大量的财务报表，寻找他的实净值股票时，他和他的雇员都是采用古老的方式——人力来进行这项工作的。即使在寻找过程中他们也许并不孤独，但是他们的同伴也并不多。然而现在，格雷厄姆的秘密公布于世已经多年了。更重要的是，现代化的电子信息系统（包括因特网在内，但当然并不仅限于此），使得扫视数据以找出那些售价低于净营业资本或其他最低的价值尺度的公司成为小儿科游戏。但如果鱼儿这么容易就上钩的话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的海洋都要贫瘠了，我们也将挨饿。因此，在信息不再是稀缺资源的时代，价值投资者面临的挑战之一是要寻找一些比实净值更不易计算、但在识别价值低估的证券时又不乏辨别力的价值度量尺度。

10.1 自由市场价值

或许当代的价值投资者中没有一个能在运用变形的实净值方面，像马里奥·加比利那样以运用自由市场价值（*Private Market Value*，*PMV*）而名声显赫。这里的英文 private 并不是指私人的，个人的或是秘密的。加比利把 *PMV* 定义为“一个了解信息的实业家为了购买具备类似特征的资产所愿意付出的价值”（加比利的网址，www.gabelli.com，价值投资——美国）。这一简洁的定义还需要更详细的解释。

PMV 与股市对公司股票的定价形成对比。在股市中，最后的交易决定价值。所有构成市场（即市场先生，我们把这看成是集合体）的交易者在价格应为多少方面有着同样的发言权。他们把股票来回交易，有一些交易是受他们对公司价值的判断所驱动的，另外一些则是受到了股市历史价格本身运动的影响。在一天、一个月或是一年中，价格可以朝这一方向也可以朝另一方向运动，而对公司的业务并没有造成什么根本的变化，甚至从更大范围来说，对经济的整体前景也没有什么大的影响。当然，有时股市价格是公司内在价值的一个很好的反映，但如果总是这样，价格就不会如此剧烈地波动了。实业购买者关心的是企业的价值以及该企业所能产生的现金流，因此他就不会像市场那样缺乏理性，他把价格的大幅下降看成是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会，而不是导致恐慌的原因。从这个意义来说，*PMV* 就是指比市场更了解企业真实价值的购买者所确定的企业内在价值。

但是作为一项投资策略，*PMV* 有三个附加特征，这些特征使之成为一个真正的创新工具。首先，正如罗杰·默里对加比利的评论，*PMV* 等于内在价值加控制费用。消极投资者购买某种证券，希望该公司的业绩超出期望值，与此不同的是，实业购买者旨在改变公司业务的基本状况。他可以解雇无能的管理者，处置生产率低下的资产，同其他公司的业务合并，调整资产负债表，并通过大量其他的措施来使资产更富效率，增加现金流。由于购买者可能对该行业很熟悉，因此不用多久就可以将业务运转起来。又由于实业购买者能比消极证券投资者更多地处理与公司有关的事务，他们就可能愿意为此支付比市场现价更多的钱。这些多付出的数额就是控制溢价。对于像加比利这样的证券投资者来说，如果他们能够识别出那些售价大大低于 *PMV* 的公司，他们就可以购买这些公司的股票，并在实业购买者开始对企业采取行动时赚取控制溢价。

PMV 的第二个创新特征是由加比利及其合伙人研究出来的分析工具。这些分析工具旨在帮助他们估计他们将投资的公司的 *PMV* 值。与许多价值投资者一样，他们也在寻找因 GAAP[⊖] 而形成的差额——即因全面接受会计准则而掩盖并因此未在标准财务报表中显示的资产或收益能力。在这些资产或收益能力中，有一些可能是以往的备用项目：根本就没有在资产负债表中公布的资产，或是以成本价值而不是当前的市场价值入账的资产；因财务结构不寻常或是因将盈利部门同那些亏损部门报表合并而形成的未在损益表中揭示出

⊖ GAAP 指一般公认会计准则。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的营业收入。当然，实业购买者对这些价值并不会视而不见。如果加比利公司可以首先发现这些价值，那它就可以等着赢利了。

超越财务数据资料、关注营业统计数据，是另一种更新型的找出 *PMV* 价值与股票价格差距的方式。加比利投资组合中的许多公司都属于通讯行业。通常认为该行业包括：电话公司，含固定电话和移动电话；电报和广播电视公司；无线通讯运营商；杂志和新闻出版商。这些公司的共同之处是用户对公司提供的服务付钱。用户的数量是一个营业统计数字。了解用户的数量有助于财务分析者比较相同行业中不同公司的表现：公司能从每一位用户身上得到的收益或营业收入是多少。这还使分析者能够根据公司最近的销售情况来确定实业购买者愿意为每一位用户支付多少钱。如果一个拥有 50 万用户的无线电话公司刚被以 3 亿美元的价格收购，这就说明每一位用户的价值是 6 000 美元，这就成为确定另一家无线电话公司价值的出发点。当然其它的分析也是很必要的，而且必须进行调整，但是评估的方法是以 *PMV* 交易(一个实业购买者为每一单位收入流支付的数额)开始的。从此开始再要评估整个公司的价值就较为简单了，然后可将公司价值与其目前的市场价值相比。比较之下如果有很大的差别，就意味着有一个投资机会。有用的营业数据还包括：旅馆房间数、广播节目所能送达的人数，市场空间的大小以及木料的占地面积。在以上所有的情况下，每一项资源都代表着一笔实业购买者会为之定价的收入流。

作为一种投资策略，*PMV* 的第三个特征是承认有某些东西——某件事、某个人、某种概念——的改变能缩小市场价值和 *PMV* 价值之间的差距。加比利把这个中介因素称为催化因素。该术语在投资领域中已被广泛地用于表示变化的来源。所有投资策略都要求有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个催化因素来使之获益。即使是最有耐心的投资者也希望自己的投资能在一个合理时期(意思就是比较短的时期)内实现增长；等待的时间越长，年利润率就越低。在大多数情况下，催化因素并不明确，这就是说，只能靠市场逐步意识到股价应该更高。影响收益期望的是这样一种催化因素：它不仅依赖公司的表现，而且还看这种因素使负责对其分析的分析师出乎意料的程度。一般意义上的价值投资者和特殊意义上的 *PMV* 投资者宁愿不依赖这种不确定而且过于敏感的工具。

催化因素有两种：特定催化因素和环境催化因素。特定催化因素是改变某个特定公司前景的一些事件，这些变化或者是预料中的或是刚发生的。被恐怖地称为“死亡关注”的股票对某些投资者会很有吸引力。这些投资者相信 CEO 或是某位大股东的逝世会促使一下子摆脱了束缚的公司业绩上升，或者重组(包括出售整个公司)。加比利在超市连锁店 Giant Foods 的创始人去世后投资于该公司，并期望该公司的收益能有所增长或是会被出售。公司的确被出售了，而且售价高出加比利的成本 50%，但是出售工作用了 3 年才完成。催化因素效用的发挥比预期慢，这导致加比利的投资年收益率较低。其他的公司特有的催化因素包括各种财务或经营性的调整，例如剥离某分支机构或大量回购股票，管理的变化以及在新业务发展方面的投资。诸如此类的变化使市场沸腾，并使那些了解公司并能先于市场看到收益即将提高的投资者获得收益。

环境催化因素在企业经营的领域中容易引起混乱的变化。我们不仅仅是指全球的气候变暖——显然这一术语无论怎样使用，它都是一种环境催化因素，而且还指政治、社会和经济气候。例如，1989 年柏林墙的倒塌就是典型的导致以后变化的主要催化因素。随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着冷战的结束，西方企业，如波音、通用、可口可乐、西门子和其他大量的公司都将到前苏联及其从前的盟国去销售商品。与此同时，冷战的结束导致了这样的前景，即国防预算将要缩减——这对于那些严重依赖于军事合同的公司来说是一个坏消息。尽管要预先确定谁将接管以及以何种价格接管那些公司比较困难应该有人已经预见到国防行业会出现兼并。

许多例子中，环境因素都是政府因素，指政府的立法、行政和管制作用。即使在有着最自由的市场的国家，政府对经济及处于其中的公司也会产生大量负面影响。法律、规章和税收法规的变化，以及其他管理决策的变化，如货币政策和合同订立标准——所有这些都可以改变规则，改变指引商业决策的盈利状况。1996 年通过的电信法案允许新的进入者同当地现有的电信公司在当地市场展开竞争。各种其他的法案，连同司法和协调决策一起，共同促进了美国和国外的电信行业的根本性重组。五年前尚不存在的公司现在市值达几十亿，而且每周都有购买、出售、兼并或转型这样的事发生。对那些有能力又能抓住这些政府导致的变化的隐含意义的机敏的投资者来说，到处充满机会。

其他环境催化因素，作为技术转型的结果促进了整个行业的重组。在我们这个时代，因特网及它所带来的能够打破时间、空间保护壁垒的相关变化是我们无法回避的。尽管此时还不能清楚哪种企业和行业会从更快和更深入的信息交流带来的侵蚀性影响中获利，但我们可以肯定在这一过程中将会有失败者和成功者，许多行业的前景也将被重新描绘。

兼并是这些环境催化因素所带来的众多结果之一：大公司收购比较小的公司(有时是相反的情况)从而利用突然出现的、法律上允

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许的或是商业上可行的新机会。通过打击时空方面的某些壁垒，因特网和电信的其他一些优势就成了支持“全球化”的某种力量。在此，全球化的意思是公司超越国家界限的史无前例地扩张。“希望在电信竞赛中成为全球性的重量级人物吗？最好收购印地安那州的小型无线公司来延伸你的足迹，扩充你的服务领域”。无论其动力因素是什么，兼并在许多阵线中都凯歌向前。*PMV* 值在兼并狂潮中迅速显现出来。对已经掌握了评估 *PMV* 的技术并擅长辨明催化因素的加比利来说，这是个重要的时刻。

除几个专门的国际基金以外，加比利公司将其领域限制在国内，限制在能够产生现金的具备特许经营权的行业。它把现金收入定义为经营收入加折旧和摊销再减去为了保持特许经营权所需的资本支出(EBITDA—capex)。它的方法是一次一支股票，一次干到底。这一方法在大多数价值投资者中是很典型的。它努力识别那些能够增加或减少公司收益的宏观趋势——经济、人口、政治或文化趋势等。在 1999 年，能够对公司想法产生影响的趋势有职业妇女(她们带来这样的观念，即猫将成为精选的宠物，并增加了对小猫仔的需求)、速度、数字革命、全球化、人口老龄化、资本和创意的自由流动、教育、娱乐，以及充满机遇的欧洲大陆。但是这些问题仅仅是圈定了潜在的狩猎场；在公司作出购买决策之前还需要用价值工具对其加以充实。

10.2 自由市场价值实例：General Housewares 公司

全球化是如何影响制作厨房用具和其他小家用商品的公司的呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1994年，General Housewares出售的产品中，大约有75%是自己设计并生产的。到1998年为止，它外包的设计和生产数量与自己销售的数量相同。它的制造商都在劳动力成本较低的国家。该公司还把用于改善旧工厂的资金支出转移到配送中心自动化上来。表10-1说明了该公司这些年的财务状况，它反映了处于过渡期的公司的状况这种处于过渡期的公司每年的销售和收入都存在很大波动性，对于从事家用设备业务的国内公司来说更是如此。

表 10-1 General Housewares 损益表，1994～1998

（百万美元）

项目	1994 12月	1995 12月	1996 12月	1997 12月	1998 12月
销售净额	96.5	119.3	105.5	104.5	97.0
商品销售成本	61.5	79.0	68.3	62.1	54.5
销售和一般管理费用(SG&A)	28.4	33.2	37.3	38.0	39.4
营业收入	6.6	7.1	(0.1)	4.5	3.1
利率支出	1.7	3.1	2.8	2.7	2.3
税前收入及特别项目	4.9	4.0	(2.9)	1.7	0.8
所得税支出	2.2	1.7	(0.8)	1.1	0.7
特别项目，税收净收益	0.0	0.0	(0.6)	0.0	0.0
营业净收入	2.8	2.3	(2.6)	0.7	0.0
净收入	2.8	2.3	(2.6)	0.7	0.0
外汇调整			(0.1)	(0.2)	(0.5)
退休金债务调整			0.1	0.4	0.0
综合收入	2.8	2.3	(2.6)	0.8	(0.4)
流通股数	3.4	3.8	3.8	3.8	4.0
每股收益/美元	0.80	0.61	(0.69)	0.21	(0.11)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司的经营效果在表中被利息支付、税收和含糊不清的项目掩盖了，这些项目包括对退休金债务及外币交易中损失的调整等。如果我们只看那些加比利所关注的项目，我们就能有更清晰的认识，如表 10-2 所示。

营运现金流数据表明，General Housewares 在这段时期中经历了一个极糟的、一个普通的以及三个相当好的年份。但是我们(或一个实业购买者)会愿意购买该公司来控制这种现金流吗？这仍然取决于我们一贯坚持的标准：价格。如果我们购买营业现金流，比较的标准就是企业价值。企业价值是指股东权益的市场价值加上全部债务减去超过企业正常运营所需现金后所得的数值。将营业现金流除以企业价值就得出一个资本化率，这是以全部投资为基数的税前收益率。由于它既包括债务也包括股东权益的市场价值，而且采用的是息前收入，因此资本化率可用于资本结构(债务和股东权益)不同的公司之间的比较。General Housewares 这些年来的财务数字并不诱人。除非存在被这些财务数字所掩盖的价值，否则我们不会考虑投资这家公司。

在其年度报告中，General Housewares 将业务分成 6 个部门，并提供了每一部门的简要财务信息。表 10-3 给出了 1998 年的数据。该表突出体现了三个现象。首先，6 个部门中 3 个部门的销售和营业收入约占总体的 90%。第二，这些部门作为一个团体在运营(可确认的)资产方面有很高的回报率：57%。第三，由于整个公司的经营收入只有 310 万美元，与所有部门合计的 2 900 万美元相比，说明有大量的钱花在了与经营部门并不直接相关的公司层面上。表 10-4 的报告证实了这点。各部门产生的经营收入在公司层面上几乎被常用开支完全消耗掉了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-2 General Housewares 现金流 （百万美元）

	1994 12月	1995 12月	1996 12月	1997 12月	1998 12月
EBIT（息税前收益）	6.6	7.1	(0.1)	4.5	3.1
折旧与摊销	3.6	4.5	4.9	5.4	4.9
Capex（资本支出）	2.5	4.3	4.2	2.6	3.7
EBITDA 扣去 capex	7.8	7.3	0.5	7.2	4.2
债务＋权益－现金盈余	78.1	69.5	68.6	71.2	68.6
资本化率(%)	9.9	10.5	0.7	10.1	6.1

表 10-3 General Housewares 的营业部门 （百万美元）

项目	K&HT	PCT	CUT	COOK	RET	Other	Total
净销售	38.4	18.7	28.0	2.4	7.1	2.3	97.0
EBIT	12.1	7.5	7.4	0.2	1.5	0.2	28.8
折旧与摊销	1.1	0.4	1.9	0.2	0.3	0.0	4.0
可确定的 capex	2.4	0.1	0.8	0.0	0.0	0.1	3.5
全部可确定资本	11.0	10.9	26.2	0.0	1.7	1.1	50.9

表 10-4 企业常用开支与利息支付 （百万美元）

开支	利息
部门经营收入	28.8
未分配的企业销售(综合的与管理的)	25.7
EBIT	3.1
未分配利息支出	2.3
税前收入	0.769

任何实业购买者都必须问：该企业的常用开支是“脂肪”还是“肌肉”———一项不会减少收益、又不会影响公司关键成功要素的支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出。加比利假设合适的购买者（可能是同行中的某个公司）可以大量缩减公司的常用开支。如果这样，那么该公司的 *PMV* 就大大超过了它的市值。下面是以简单的计算过程：

计 算 过 程	美元
有 400 万公开发行的股票，售价 11 美元	44
公司有债务	24
因此企业价值等于	68
三个最大的部门的经营收入	27
企业日常开支需要	2
调整后的经营收入为	25
以 68 美元为基数的税前收益率（%）	37%

这一资本化率非常特殊，尤其对一个除了厨房用具外并不销售什么稀奇东西的公司来说，更是如此。

这个故事很快就有了结局。当一名入侵者在董事局里占有一席之地后，导致整个公司出售的催化因素就产生了。这时我们需要的只是一个受到企业价值低估和高收益率诱惑的实业购买者。1999 年春天，第三方提出以每股 11 美元的价格购买整个公司的要约。General Housewares 随后聘用一家投资银行为其寻找更好的交易条件。到 7 月底，他们已经得到三个要约，包括一个想进行整体收购的公司。该公司已经收购了 Corning 本地的产品部门，并最终以每股 28.75 美元的价格购得 General Housewares。如果把前面计算中的权益数额换成 115 美元，我们仍可以获得 18.1% 的税前利润率。这个利润率也是相当可观的。尽管这一利润率已经包括了公司日常开支的缩减，但它尚未将销售的增加计算在内。现在，General Housewares 被一家比其自身更大而且有着补充产品线的公司所购并，它的销售量可能受之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推动而进一步增加；另外，计算该利润率时也没有考虑收购者不必再收购更小的分支机构而带来的投资成年的节约的投资成本。同样，在企业层存在如此多的臃余也表明了分支机构本身本来是能够削减支出的。这样 *PMV* 就大大超出了公开市场的定价。

10.3 自由市场价值实例：电话和数据系统

1999 年 4 月，加比利公司就电话和数据系统(TDS)发表了一个报告。该报告的开篇这样写道，TDS“向 35 个国家大约 300 万的顾客提供了本地化的、长途的、蜂窝式的 PCS 服务。TDS 目前拥有美国 Cellular 公司 81％的股票(USM—$44^5/_{16}$美元—NYSE)和航空通讯有限公司 82.3％的股票(AERL—$7^5/_{16}$美元—OTC)”。2000 年 1 月，新报告以同样的消息作为开篇。惟一不同的是，到 2000 年 1 月为止，USM 以每股 98 美元的价格出售，从每股 $44^5/_{16}$美元开始上涨，而 AERL 已经从 $7^5/_{16}$美元升到了 $51^1/_2$ 美元。自然，TDS 的价格也激增，从每股 $57^1/_8$ 美元上升到 $115^7/_8$ 美元。2000 年的前几个月对技术股和电信股来说是一个振奋人心的时刻，TDS 价格的提升可能是感染整个行业的活力所在。但股价的上涨在某种程度上是因为人们认为在大多数情况下，整体的价值不应小于组成部分的价值之和。

在报告发布的那天，持有一股 TDS 的人将在 USM 公司拥有价值 112.7 美元的股票，在 AERL 拥有价值 49.5 美元的股票(见表 10-5)。合起来，总数大大超过了一股 TDS 的成本。但是对一名 TDS 持股者来说，形势甚至比看起来的还要好。在报告当时，VoiceStream 正在购买 Aerial 的股票。基于当时市价，交易结束时，TDS 所拥有的 VoiceStream 的股票价值反映 TDS 的股票价值中，每股将达 68 美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比 Aerial 股票的当前价值高出了 18 美元。在此价值基础上还要加上在其他公司公开交易的每股 11.30 美元的价值。只计算在所有这些其他公司中的股票所有权，每股 TDS 就价值 192 美元。减去每股 30 美元左右的债务，还给公司留下 162 美元的权益价值，而市价是 116 美元，几乎超出安全线 30%。

表 10-5 TDS 在其他公司的股票 （美元）

项目	TDS	USM	AERL	VSTR Additional	Other Companies	Total Other Stock
价格	115.88	98.00	51.50			
股份	61.4	87.8	71.8			
TDS 所有权比例(%)	100	81	82			
每股 TDS 的股份	1	1.15	0.96			
市值	115.88	112.70	49.56	18.00	11.30	191.56

注：股份与市值以百万为单位。

在写完第二篇 TDS 的报告后，VoiceStream 已经结束了对 Aerial 的收购。TDS 以拥有 3560 万股 VoiceStream 的股票告终，结算价为每股 TDS 69.2 美元。随后，兼并浪潮席卷了 VoiceStream；Deutsche Telecom (DT)提出以 3.2 股 DT 加 30 美元的现金与一股 VoiceStream 置换。即使在 2000 年末电信股票哀鸿遍野、DT 股价从最高位下降 2/3 的情况下，这一行动还是为 VoiceStream 的每股 133 美元增加了价值，对每支 TDS 中则意味着 76.5 美元的价值。

有许多理由可解释为什么一个公司会在其他公司中拥有股份，而且并不是所有公司都能使持股者收益。经理们或许认为他们在投资方面能比经营企业做得更好——有一些或许是这样——或者他们有其他辉煌的梦想。持股者想要从这些一层套一层的股票增值中获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，但并不总是清楚应该怎样才能获益。对于 TDS 的持股者来说，这并不是个问题。首先，管理层拥有大约一半的 TDS 股票，这意味着他们的利益与普通持股者的利益是比较一致的。同样，他们卖出所持有的 Aerial 的大量股份然后转向 VoiceStream，这当然是他们关心持股者利益的表现。没有理由相信他们对待其他资产的态度会有所不同。

这一套利价值只是分析的开始。TDS 电信是一家真正的电话公司，同时也是对其他公司股份进行投资的投资者。1999 年，在 5.5 亿美元的收入中，有 2.4 亿美元的营运现金流。这些现金流在增加，利润差额也在增加。它的三种业务的每一种都拥有一定数量的用户，他们购买特定的电信服务。在一个消除了管制、提倡技术创新及大规模重组的年代里所进行所有的电信行业交易，至少是在一个合理的范围内，会导致这些单位都有一个自由市场价值。由于此价值以每位用户的美元价值、销售因子，或是 EBITDA 的形式表现出来，该价值显然是有比较意义的。自由市场购买者通常可以决定降低对可比性交易的报价。

然而，该方法仍是建立在当前可比价值(该价值在了解信息的买方与买方之间的交易中实现)的基础上，而不是建立在对未来多年现金流折现的基础上。经营企业的自由市场价值与 TDS 的公开市场价格结合使用，使得自由价值的作用就像蛋糕上的奶油。2000 年，加比利整个公司的自由市场价值是每股 226 美元，包括他在上市公司中所有的收益。尽管在报告发布时，2000 年的股票交易价格下跌，但评估的目的并不是预言市场的波动，而是给加比利公司及其客户提供一个内在价值，通过这个价值，他们可以将之与当前市价作比较。在评估技术工具箱中，这是一个更有用的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章　格伦·格林伯格

调研、集中投资并且“留心这个篮子”

格伦·格林伯格没有说过他在婴儿的时候就买过股票，也没有说过用写作赚来的钱去买《华尔街日报》。在大学期间，格林伯格研究的是英国文学，这对于那些想把时间更多地放在阅读财务报表而不是狄更斯、劳伦斯和乔伊斯作品上的人来说不是很好的知识准备。但是，马克·吐温的《傻瓜威尔逊日记》中提到了几位出色的价值投资者，其中包括格林伯格，他认为：

愚蠢的人说“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”——这就等于“分散了你的财力和精力”；但是聪明人说“把所有的鸡蛋放在一个篮子里，并且——留心这个篮子！”

当然格林伯格并不完全接受他在美国文学课上涉猎的所有有关投资的知识，可是从中，他确实学会了要集中精力进行集中性投资。

大学毕业后，格林伯格的第一份工作是在学校教书，最初是教小学，后来教高中，在那里他当上了校长。3 年后，他意识到教书并不是他想做的事。但是管理中学还是让他很有成就感。后来老板建议他去读商学院，格林伯格并没有把这看成是指责，而是把它看作是一种机会。于是他申请了哥伦比亚商学院，因为那里的学制只有一年，这样他就可以不必等到来年的秋天再上学。在 MBA 的课程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，格林伯格发现他最喜欢的是金融类课程。其中有一门金融课要求学生从潜在投资者的角度分析一家公司。格林伯格选择了 TWA 公司，他的建议是不要对这家公司投资，这段经历为他后来从事投资活动奠定了良好的基础。格林伯格曾写过一篇有关自己家族企业——格林贝尔兄弟(它还拥有萨克斯第五大街的所有权)的长篇分析报告，他将公司的决策程序批判得一无是处。当时担任 CEO 的叔叔大发雷霆，接着第二年公司就濒临破产，最后被迫卖给英美烟草公司。毕业后，尽管格林伯格参加了几家咨询公司和投资银行的面试，最后他还是决定留在 J.P. 摩根，J.P. 摩根当时是美国最大的资产管理公司。

格林伯格一直认为，在 J.P. 摩根的五年里他没有管好资金。他于 1973 年就职，当时 J.P. 摩根主要担心按 100 倍的市盈率买不到足够的雅芳公司和宝丽来公司的股票。读者可能会想起，雅芳和宝丽来都是“50 大”集团股票的成员，深受当时机构投资者的喜爱，因为二者都是一次性决策的证券：也就是说，投资者买了这种证券后，就可以一劳永逸，永久持有而不需担心股票的收益。很快人们就发现，他们并没有因此而获得回报。1973 年年初道琼斯工业平均指数为 1 000 点，到 1974 年年末仅为 570 点，下降了近 40%。对一个刚刚从事投资事业的人来说，这段经历毫无疑问会给他留下深刻印象，使他明白在投资市场上，风险的威胁和资本的损失总是存在的，特别是当投资热潮出现时更是如此。

这个教训同样也告诉格林伯格要敢于怀疑公理并且必须清楚自己购买每一只股票的原因。格林伯格在一次公司会议上与同事们讨论他们在投资组合中的头寸，令格林伯格吃惊的是在整个讨论中，居然没有人了解自己所持股票的公司的经营状况及持有股票的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看来，投资管理者长期忽视了关键的职责所在而且股票数量众多也使得管理者不可能了解每一只股票的情况。结束了在 J.P. 摩根的五年工作后，格林伯格去了一家规模较小的公司。在那里他接受到了长期以来被他忽视的投资基础培训。他的新老板相信，任何知识只要经过充分的学习都是可以掌握的，至少在投资领域是这样的。格林伯格的第一次任务是掌握 Penn Central 破产重组的复杂情况。从此，他开始关注投资的细节了。

11.1 精选股票构成集中性证券组合

格林伯格不是普通的投资者，也不是典型的价值投资者。他和约翰·夏皮诺在 1984 年创立了酋长资产管理公司，给客户委托的资金带来了丰厚的回报。从 1984 年一直到 2000 年，公司资金账户每年递增 25%(扣除投资咨询费用之前)，而同期标准普尔的平均工业指数只有 16%的增长率。对于价值投资者来说，能够在股市表现最好的 17 年里跑赢指数是非常了不起的。

在酋长资产管理公司，格林伯格和他的合作伙伴摒弃了传统的投资方法，并因此获得了高额回报。《傻瓜威尔逊》中的名言“把所有的鸡蛋放入一只篮子”，实际上就暗示了集中性投资策略。对新手来说，选择正确的鸡蛋放入篮子里远比选择结束后再留心这只装满鸡蛋的篮子更重要。警觉是不能让坏了的鸡蛋变得可口的。格林伯格认为他的成功就在于选择了正确的股票。

11.1.1 集中投资

根据他们自己确立的原则，酋长资产管理公司的合伙人只有当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们愿意投资的金额达到整个投资组合的5%时，才会考虑买入该只股票。这有悖于分散投资原则，而且对整个投资过程的影响也是多方面的。首先，在选择正确股票时，投资者必须达到两个“确信”：确信自己把握公司、行业及业务前景的能力；确信被投资公司的发展前景，相信被投资公司能持续妥善地经营，并能保证增加股东的财富。格林伯格只有在完成大部分的调查从而成为公司专家之后才可能决定是否购买公司的股票。当然，他在持有股票期间(也许需要几年的时间)还有很多东西要学习，通过学习可以拓展和加深他对公司的了解。

酋长资产管理公司按照严格的5%的原则选出的股票远少于20只。合作伙伴通常在各自账户里只持有8到10只股票。只有完全确信投资一定会成功时，他们才愿意进行大量投资。为了提高胜算，公司里4个专家都研究同样股票，他们只有在达成一致的意见后才会决定投资。如果分散投资代替了知识，那么收集到的资料和对公司的理解只会起相反的作用。

11.1.2 买入“好公司”的股票

其次，筛选出符合条件的公司。酋长资产管理公司希望买入“好”股票，也就是那些不会受到新加入者挑战，收益水平不断增长，技术上能够保持领先，能够通过分红，股票回购或智力再投资创造自由现金流的公司。投资者对那些经营困难，很难恢复的公司没有兴趣。尽管他们知道持有的股票迟早是要卖掉的，但是他们愿意多年持有以充分享受公司发展的利益。如果他们动用了至少5%的资产投资某家公司，那么他们必须确信该股票最终是盈利的。尽管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林伯格和他的合伙人并不想控制公司，但是他们仍把自己看作是公司和公司剩余现金流的所有者。他们期望能从公司的妥善经营中获得回报。这种做法与价值投资者有很大的不同，价值投资者通常会在股价低于重置成本的时候买入股票，等到市场意识到股价被过度低估后再卖掉。

酋长资产管理公司还寻找其他迹象来识别他们觊觎已久的公司的类型。高利润率是一个好现象，它使得公司的收入不易受到销售量的影响。高利润也表明公司具备了特许经营权，其利润不易受到新加入者的侵蚀。他们喜欢双寡头公司，例如 FREDDIE MAC 公司和 FANNIE MAE 公司，由于这两个公司通常不会激烈竞争，当然也不会在价格上竞争，这样每家公司都可以获得高额资本回报。相反，在垄断市场上，厂商通常要受到政府的干预，不是企业被分拆，就是收入受管制。即使政府什么也不做，新的竞争者也会通过技术创新生产出质量更好、价格更低的产品从而挤入这些高利润的行业。

在长期投资方面，酋长资产管理公司希望被投资公司管理出色而且时刻牢记着股东的利益。他们有过试图改变管理层经营方向的糟糕经历，他们并不愿意在公司中引起争吵。也许一个由优秀管理者经营的公司一旦离开了这些管理者就会导致公司经营的恶化；也许在股价低迷的时候买入该公司的股票，到公司管理改善的时候就可以获利。但这是一种投机性赌博，有时候管理不善的状况会持续几十年。格林伯格希望持有股票 4 年到 5 年。他不想等到公司管理改善的那一天再卖掉股票，也不想通过领导股东抗议来促使公司改善管理。他所关心的只是公司现任的管理者是不是健康而且年轻，他们能不能保证公司在未来几年内的持续经营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.1.3 低价买入股票

酋长资产管理公司为客户管理着30亿美元的资产。如果它持有10个或更少公司的股票的话，那么酋长资产管理公司平均在每只股票上投入的资金为几亿美元。由于很难找到特别好的投资，所以他们准备持有每家公司20%以上的股票。事实上大约有1500家大公司可供他们选择，通过“好公司”标准又筛选掉80%，真正符合条件的不超过300家。即便是在这样有限的范围内，格林伯格和他的合伙人还要进行严格的挑选。格林伯格说，他们正在寻找具有“两寸击球”特征的股票，也就是高回报和低风险企业的股票。只有一个办法能找到这样的公司。他们必须挑选出符合所有条件并且在合适价位出售的公司，这个价格必须能够保证公司获得高额回报。

格林伯格不喜欢受周期性影响的公司，因为对这样公司的投资要取决时机的选择。他不认为经营不善的公司将会被收购，因为大部分的管理者会反对自己的企业被人收购。由于不可预见的情况经常出现，所以这种投资机会出现得很没有规律。比如政府的法规的变化就可能是一种契机。在20世纪80年代，整个储蓄和贷款行业都受到不良贷款和其他被起诉的非法行为的困扰。国会决定采取一种成本较低的资本注入方法——不用花纳税人的钱——允许他们向公众出售他们在联邦家庭抵押贷款公司(Freddie Mac)中的股份。尽管联邦国民抵押协会(Fannie Mae)的股票已经向公众开放几十年而且两个公司的业务也没有实质性的区别，但是现在格林伯格却能够在出售第一天以很大的折扣买入联邦家庭抵押贷款公司的股票。储蓄和贷款协会的污点，许多新问题的出现及大量股票被抛售使得他们的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票价格很低廉，至少起初是这样的。但是一年内，价格就翻了一番。

有时候人们会对整个行业的未来作各种不确定的设想。20 世纪 90 年代中期，人们普遍相信卫星电视接收器会代替有线电视成为懒散者的信息娱乐工具。1996 年，《商业周刊》在封面故事中表达了它对这种想法的支持，结果导致有线电视公司的股票进一步下滑。但是，格林伯格和他的合伙人并不这样认为。卫星媒体有许多重大缺陷：没有地区卫星站，本身设备价格昂贵且安装复杂；所有的电视都必须调到一个频道上，用户还需要安装昂贵的附加设备；不是所有地区都适应安装卫星电视，例如人口稠密的城市。据此，格林伯格预测未来不是卫星电视取代有线电视，而是在一个家庭里，人们可能同时拥有卫星电视和有线电视。这样看来，有线电视公司仍然可以从新服务和新技术中获利，比如提供数码电视、电话服务、互联网接入等服务。当然用户享受这些服务必须额外付费。虽然这些信息服务的传播要求电视公司买入新设备，但是其中最重大的投资——进入客户家庭里的最后一里线——已经完成了。此外，人们盛传有线电视行业的监管将会放开，这将推动有线电视公司股票价格的上涨。

由于卫星电视对有线电视造成威胁导致了有线电视行业的危机，1996 年和 1997 年早期，一些经营不错的有线电视公司的股票开始按 6～7 倍的现金流量进行交易。所有的潜在成长性——包括电视公司的新用户、电视公司提供的新服务以及费率的上调——看来都成为免费午餐。格林伯格公司没有选择在媒体业当时最大的两个公司上投资，一个是 TCI 公司，一个是时代华纳，原因是前者负债太多，而后者代表的只是一个非专业有线电视公司的一部分。于是他们选择了另外两个较小的公司进行大量投资：一个是 TCA 有线公司，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个是美国西部媒体集团。最后这两个公司的股票价格都上涨了5倍或6倍。后来由于行业的整合，这两个小公司最终被收购了。后来他们又找到一家价值被低估的加拿大有线电视公司。到1998年底，他们在有线电视公司的投资总计达到资产的40%。

80年代底和90年代初，随着储蓄和贷款行业组织结构从信托形式向股东形式转变，储蓄业为酋长资产管理公司提供了“两寸击球”的机会。当这些公司的股票开始发行的时候，一个拥有购买股票的期权的储蓄经理会尽量压低发行价。为了确保上述机构转变的顺利完成，监事会成员必须保证新发行的股票被完全售出，所以他们也选择了较低的报价。结果，本来账面价值为50美元的储蓄和贷款只需要用25美元或30美元就可以买到。通过这种方式，储蓄业的资本开始膨胀起来。保守的经理对风险贷款没什么兴趣。结果，在上市后不久，许多储蓄公司开始回购自己的股票。由于当时股票仍然是按照低于账面价值的价格出售的，所以银行偿清的股款提高了未偿股票的账面价值。这纯粹是金融机制的作用，因为票面价值上升不是因为留存收益增加了，而是由于按折扣价格回购股票造成的。随着金融行业购并浪潮的到来，这些储蓄公司在几年内都被其他公司溢价收购了。原先投资者用30美元买入票面价值为50美元的股票，现在可以按每股75美元售出，收益率达到150%。整个投资过程大约用了2到3年的时间，投资者以最小的风险[⊖]获得了每年不低于35%的回报率。要是所有的进球都这样容易，高尔夫球手就不会认

[⊖] 其他一些价值投资者，包括迈克尔·普瑞斯和塞斯·科拉曼，也参与了当年的储蓄业转型的投资机会。科拉曼对投资数学的解释与格林伯格有所不同，这说明成功的价值投资者为达到同样目标时所用的方法也是不同的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为高尔夫球是散步休闲的好方式了。

11.2 集中性投资组合中的股票定价

对所有的价值投资者来说，股票的定价是核心问题。对像格林伯格这样管理着集中性投资组合的人来说，定价尤其重要。他必须清楚地知道所购买的股票的真实价值。分散投资远不能将格林伯格解脱出来。他不可能依赖大数定理来把粗略估计转变为胜算；他的样本太小了。此外，他需要为他选择的每一个公司寻找合适的定价方法。格林伯格不是贪婪的投机者，他没有想过自己选择的公司有一天会寿终正寝，至于这些公司最后能卖多少钱也与他无关。格林伯格对钟情的公司不会只采用一种资产定价的模式。正如他所说，许多老牌工业企业账面资产，例如钢铁炉和纺织厂不可能再创造收入。来自国外的、受到政府补贴的或具有劳动力成本优势的公司的竞争逐渐耗尽这些公司的资产的价值。除非有人愿意购买这些专用设备和工厂，否则这些企业的资产在清算时将一文不值。本杰明·格雷厄姆当然不会反对这一观点。他会尽量购买那些价格不超过公司净运营资本 2/3 的公司的股票而且他不会为固定资产赋予任何价值。

格林伯格喜欢那些能够产生自由现金流的公司，这样他可以利用现金流来判断公司的价值。在个人电脑和电子表格出现之前，格林伯格和他的合伙人要分析一家公司，一般都需要将公司的业务部门分拆开来，然后预测不超过两年内的业务收入和支出。假设公司从现在开始保持平稳增长，那么我们只需要用计算器就能把现金流折算成现值。现在有了电子表格，他们可以作更详细的预测，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够预测未来更远的情况。贴现分析法（我们在本书的第一篇已经阐述我们对现金流贴现法的保留态度）是格林伯格在进行所有投资时所采用的股票定价技术。

格林伯格的现金流贴现法用了很多约束条件，这样做的目的是使得他能够安全保持在价值投资阵营里。他只喜欢有稳定收入的和有相对可预期现金流的公司。他的每一项投资都要经历“互联网测试”以检验这家公司是否会受到互联网这种全新的、有时具有破坏性的技术的影响。对于一个曾经预期很好现在却不再盈利的公司，格林伯格是不会去投资的。他也不会用夸张的、不具有持续性的增长率去对 4 年到 5 年的现金流进行贴现。他会投资那些终端价值（指公司在第 10 年或 10 年以后的预测价值）对近期和中期现金流不产生决定影响的公司。他认真地保证所有用于现值分析中的假设都是合理和保守的，包括销售增长率；利润率；石油、天然气和其他原料的市场价格；资本支出要求；贴现率等。常识是检验电子表格预测结果的试金石。格林伯格使用模型，但不会受模型的控制。

11.2.1 你会买这只股票么

1999 年 11 月格林伯格在哥伦比亚商学院教授价值投资的时候，曾问到他的学生：你们是否会购买具有表 11-1 特征的股票。公司的市盈率（P/E）大约是 28；如果我们从年收入中扣除每年 7% 的报废资产，那么市盈率还有可能达到 31。按每年 1.5% 股利率计算，只有当资本升值 8.5% 时，投资者才能保证有 10% 的回报率。如果我们假定期末增长率很高，那么 PEG 比率（即 P/E 除以增长率）就只有 3.35%。PEG 不是价值投资者常用的比率，但即使对成长性情有独

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钟的投资者也会对这么高的 PEG 比率望而却步，尤其对于多样化和周期性经营的企业来说更是如此。大量未偿期权的存在会抑制投资者收益的增长并且会在执行后稀释收益。这种股票毫无前途，很难想象会有人愿意购买这种股票。

表 11-1 你会买这只股票么

价格	1 340 美元
每股收益	50 美元 （扣除每年 7% 的报废资产以前）
股利	20 美元
增长率	每年 6% ~ 8%
业务	多样化、周期性
期权	大量，期权执行之前不会稀释收益

现在，许多人都意识到，1999 年 11 月根本就没有这只股票，它只不过是当时标准普尔 500 指数的一个缩影而已。一年后，情况没有太大变化。股票价格和市盈率略微下降。尽管多年来，指数的表现超过了大多数活跃型资金经理，但是指数投资的效果还是不那么理想。只有未来才能告诉我们这些乘数是否能够维持下去。如果不能，聪明的投资者就不会把指数看作是理想的投资选择了。

11.2.2 现金贴现法的应用：一个多元化经营的能源公司

为了使公司的表现超过标准普尔 500 指数，格林伯格和他的合伙人不得不监督公司定价的全过程。尽管还有很多方法可以选择，但是他们只有在现金流贴现分析法表明股票价格很有吸引力的时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才会投资。他们用这种方法分析了一家加拿大的多种经营能源公司以确定他们愿意购买的价格。这个过程很简单，其实需要做大量工作。这家公司除了拥有大量的石油和天然气储备外，还拥有自己的输油管道，储油设备和很强的加工能力。尽管该公司还打算进一步探测和开发以增加现有的储备，但是格林伯格并不关心公司未来的开采潜质。他假设公司只拥有现有的储量。此外，他还要做出以下几方面的重要假设：每年标准的能源价格、美元和加元的汇率和公司的必需支出，包括能源使用费和税收。格林伯格用西德克萨斯中介价格作为衡量能源价格的尺度。他预计油价从每桶 20 美元开始，每年上涨 2%。

格林伯格的分析一直扩展到第 12 年，然后再加上公司在第 12 年的终端价值。他假设大部分油井已经枯竭，输油管道，油品加工和石油存储可以每年增加 2%的收入。现金流和终端价值分别按 10%，12.5%，15%和 17.5%的贴现率折现，定价结果如表 11-2 所示。

表 11-2 能源公司在不同贴现率下的现值

贴现率(%)	10.0	12.5	15.0	17.5
每股现值/美元	77.31	64.31	55.43	48.85

上表每股现值是公司在 4 种不同回报率要求下的公司内在价值。每期的预测现金流是相等的；惟一的区别就是它们的现值不等，这主要取决于贴现率。如果股票按每股 77 美元交易，就表示投资者每年的回报率是 10%。如果投资者期望的回报率是 17.5%，那么投资者只能以低于 49 美元的价格购买股票。1999 年这家公司股票的交易价格确实在 32 美元和 49 美元之间。如果投资者的期望回报率是 15%，他就可以购买这只股票，而且不用承担太大风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流贴现法要求投资者必须慎重考虑所有会影响公司未来的因素，包括公司可能会面临的现在还不可预见的风险。如果格林伯格在他的投资组合中运作 200 只股票，那么他就没有时间做这些工作。由于格林伯格选择了集中投资的方法，而且决心不浪费客户的资金，所以他也不会把大量的资金花在建立公司关系上。

此外，现金流贴现法不要求所有的未来假设，例如生产率和能源价格都必须是显而易见的。这样就可以排除那些没有经过测试的投机行为。格林伯格还要检测贴现率的合理性。油价每年上涨 2% 的假设合理么？如果没有发现新的未开发能源取代碳氢化合物，那么油价每年至少上涨 2%。如果对石油储存和管道运输收费，公司还能维持这么高的增长率么？这就需要关注潜在的竞争对手及替代能源出现的可能性。如果我们知道需要关注的地方以及可以咨询的对象，那么问题就简单了。但是事情没有这么简单。

11.2.3 当油漆快要凉干的时候：保持信息灵通

由于格林伯格的投资组合中包括的股票很少，每只股票都是按长期投资来购买的，酋长资产管理公司的合伙人没有想要增加组合中的股票数量。在有些年份他们根本不买新的股票，而在另一些年份他们也许会增加 3 只到 4 只新股票。缓慢的资金周转过程使得投资者有时间深入了解公司的情况，而这种了解又是进行巨额投资所必需的。所有的合伙人都必须出席公司会议，仔细研究公司的季度档案并了解相关行业的现状。合伙人还要定期与经理谈话，阅读交易杂志及其他相关的资料。他们的努力除了为客户带来超额回报外，还赢得了与他们交谈的经理的尊重。这些经理使他们明白，了解公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司情况远比销售分析更重要。

听到这样的赞赏当然是令人高兴的，可是当格林伯格与外界分析师交流时，情形就很糟糕。酋长资产管理公司有时会聘请一些行业专家做投资顾问为他们提供有关特定公司的投资建议，但是结果总是令他们失望。20世纪90年代，零售业专家们为酋长资产管理公司做了一项调查，他们建议酋长资产管理公司在耐克和锐步公司中选择后者，因为锐步公司的股票更便宜而且特许经营权价值更高。两年后，锐步的股票被远远地抛在后面，而耐克的股票市值却翻了6倍。格林伯格从这些经历中得到的教训是，根据自己的努力和判断作出的投资决策效果更好。没有什么能够替代自己的努力。

格林伯格和合伙人的勤奋、经验和努力给他们带来了丰厚的回报。但是，格林伯格也承认，他们犯了很多错误，他们经常对公司的利润和收入做出不准确的预测。和大多数分析家一样，他们的错误多数是因为保守。那么他们为什么会有这么出色的表现？最重要的是，作为价值投资者，他们并不依赖完美的预期来作出投资决策。他们不会购买高市盈率的股票，因为公司一旦收入不佳就可能导致股价急速下滑。他们选择的公司都能够从短期困难中快速调整过来。因此，他们所犯的错误并没有埋葬他们的事业。格林伯格说，错误投资的结果没有给公司造成致命的打击，而是给公司留下了一些呆账。

由于没有严重的资产损失，所以公司仍然能够做出突出的表现。三四年的时间里，公司投资的股票的价格上涨了6～8倍，就足以保证整个投资组合平均每年获得25%以上的回报率。因此，价值投资者不会亏本的概念在格林伯格身上得到了两方面的体现：格林伯格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合无需从股灾中恢复过来；没有必要用成功的投资来弥补投资的损失。如果篮子里只有几个鸡蛋，那么这几个鸡蛋最好质量都很好。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 罗伯特·H·海布伦

对投资者进行投资

1929年，罗伯特·H·海布伦在沃顿商学院注册不久，他父亲就去世了。于是海布伦离开了商学院，接管了父亲遗留下来的家族产业——皮革生意。对于他那个年龄的人来说，父亲的去世对他的打击本来已经很大了，更糟的是经济大萧条又开始了。海布伦的父亲除了留下皮革生意外，还留下了一些股票和债券。管理好这些证券也成了海布伦的责任。当时的投资时机并不是很好。股市在1929年就已经大幅下跌。整个夏季和假期海布伦都忙于皮革贸易，但是在资金管理方面，他却没有任何经验。

为了获得资金管理方面的知识，海布伦参加了纽约股票交易所和纽约大学组织的授课，结果并没有获得实用的知识。这时他想起了父亲曾认识和信赖的一位叫本·格雷厄姆的投资顾问。海布伦很快在电话本里找到了格雷厄姆，并打电话给他。格雷厄姆确实还记得海布伦的父亲，于是两个人约定了见面的时间。后来格雷厄姆告诉海布伦，根据当时的情形，他还以为海布伦是来向他借钱的。事实上，海布伦想要的更多，他希望格雷厄姆做他的投资顾问，帮他管理证券。格雷厄姆同意了，但是告诉他咨询费是每月25美元。海布伦知道这已经很优惠了，于是就接受了。

他们开始研究手头持有的有价证券。海布伦的父亲买入了大量的高级公共事业债券。虽然公共事业公司的数量不是很多，有些在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争中还损失惨重，但是海布伦持有债券的这几家公司却运转得不错；债券不仅能够付息而且能够平价卖出。可是格雷厄姆的建议让海布伦大吃一惊。格雷厄姆建议海布伦卖掉这些债券。“为什么？”海布伦问道，“他们是不错的证券啊。”“确实是这样，”格雷厄姆告诉他，“但是它们以后再也不可能像今天这样值钱了。”海布伦也很想知道为什么他们应该根据公司的销售收益买股票。格雷厄姆向他推荐了 Fisk Tire 和 Rubber 公司的债券，并告诉海布伦，尽管这家公司正在申请破产，公司债券的卖价也仅为每美元 0.30 美元，但格雷厄姆相信，Fisk Tire 公司会进行结构重组，到那时每 700 美元的新债券就相当于现在 1 000 美元的债券了。就这样，海布伦开始接触风险投资。

海布伦决定采纳格雷厄姆的建议——毕竟，每个月他为此要付 25 美元——他给经纪人打电话，指示他卖掉公用事业的债券，买入 Fisk 的债券。指令执行后大约一个小时，经纪公司打电话给海布伦，告诉他，他们不能买 Fisk 公司的债券。理由是他们是信用等级高的经纪公司，如果有消息传出他们正在进行破产公司票据的交易，公司的名誉将会受损。海布伦考虑后，将经纪公司的反应告诉了格雷厄姆。格雷厄姆认为经纪公司完全错了，购买 Fisk 公司的债券一定是正确的。于是海布伦将他的资金转给了另一位证券商，也就是格雷厄姆的弟弟，随后两人在一起呆了很多年。后来如格雷厄姆预测的那样，投资 Fisk 债券真的成功了。海布伦确信格雷厄姆是一位出色的投资家，还让家族中其他的成员也去拜访格雷厄姆，建议家族成员学习格雷厄姆的知识与眼光。

1934 年，格雷厄姆和多德出版了《证券分析》。海布伦被这本书深深吸引了，以致于他又报名参加了格雷厄姆在哥伦比亚的授课。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些课都安排在晚上，方便了许多白天要上班的人来听课。海布伦发现格雷厄姆是个非常棒的老师。事实上，格雷厄姆详细分析公司财务报表用的正是海布伦买入的证券的公司，但这对海布伦的利益并没有损害。课程结束的时候，海布伦已完全知道该如何进行皮革贸易。他想给格雷厄姆干活，班上其他有幸选这门课的同学也有同样的想法。但是，格雷厄姆那时并不想雇任何人。相反，他建议海布伦自己应该去做独立的投资商。他和格雷厄姆有时会就某些投资想法进行讨论，海布伦也很乐意给格雷厄姆干些跑腿的活：给公司打电话，对公司进行访问，用尽可能少的方法获得尽可能多的资料。尽管当时美国已经通过了《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》，但指望公司公开投资者现在期望的资料还需要一段时间。那时，没有互联网，没有 EDGAR 数据库，没有 Free Edgar，也没有什么只需投资家一点击鼠标就可以完成工作的神奇的工具。调研员有的只是非凡的体力和聪明的智慧。

大约 1937 年，格雷厄姆为格雷厄姆－纽曼公司(他与 Jerome·纽曼共同设立的合伙人投资公司)大量买入了天然气管道运输公司的股票。格雷厄姆为了获得有关资料，跑到了国家公共事业委员会，因为所有公共事业公司经营状况的详细资料都必须在那里归档。同样，海布伦调查了德克萨斯州的政府雇员保险公司，找到了他在国家保险局没有查到的资料。凭借格雷厄姆－纽曼拥有该保险公司的大量股权的关系，海布伦又进一步了解公司的情况。但是海布伦发现，如果投资公司占保险公司绝对数量的股权那将是违法的。为了解决这个问题，格雷厄姆－纽曼公司将股权直接分散给有限公司的合作伙伴，让他们直接拥有公司的股权。现在被称为 GEICO 的政府雇员保险公司，几十年来一直是价值投资者感兴趣的目标。在格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

－纽曼分配完股权后的一段时期内，该公司引起了沃伦·巴菲特的注意。沃伦·巴菲特周密安排，亲自去华盛顿了解该公司的情况，并在星期天与该公司的董事会主席长谈。几经沉浮后，政府雇员保险公司差点破产，最终是伯克夏哈瑟维公司挽救了该公司。

经济萧条时期，海布伦在格雷厄姆－纽曼进行的其他投资也获得了丰厚的回报。经济大萧条的时候，纽约房地产市场严重受挫，加上 20 世纪 20 年代的住房供给过度，情况就更加糟了。如果开发商和房屋所有者拖欠抵押贷款，房地产公司就不得不将其中一些捆绑在一起，再以债券的形式出售。（贷款证券化的历史比我们想象的要长。）这种债券由贷款抵押品为支持，并且以低于票面价值很多的比率折价出售。海布伦和格雷厄姆－纽曼大量买进了这种债券。他们预期在某个时候，纽约房地产的需求会回升。为 Waldorf Astoria 宾馆融资的时候，还发行了另一种系列的债券。这些债券 1929 年开始发行，利率为 6%。20 世纪 30 年代，即使是纽约市最有名的宾馆也不曾客满过，利息都暂停支付。因为拖欠利息，债券价格下跌到每美元债券值 0.30 美元，也就是 1000 美元的债券只值 300 美元。这时的价格是很有吸引力的，而且因为 CHASE 银行对每一债券都愿意提供 250 美元的贷款，这样投资者的实际费用就只有 50 美元。几年后，这些债券全部兑现，还包括了所有内含的利息。可见，购买受损商品可以获得丰厚利润。

海布伦继续和格雷厄姆－纽曼合作进行投资，和他们一起研究证券，自己也作些投资。后来他干脆卖掉了皮革厂，专心于投资。他运用从格雷厄姆学到的方法——找廉价品。那个时期，巴伦每年都会公布 30 只低价股票。海布伦和格雷厄姆会仔细研究名单上的每家公司，选择其中 10 家构成一个组合。这 10 家公司中，一些可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消失，但那些赢利公司会弥补它们的损失。他采用格雷厄姆的方法，比较同一个行业中的两个公司，比如伯利恒公司和坩埚钢铁公司，看哪家公司的内在价值更低。他们关注的是资产负债表而不是损益表。然后相互交流意见，并采取其他建议，这些建议来自以格雷厄姆为中心的价值投资者集团。

海布伦和他圈内的人对研究定量分析的交易公式一直很感兴趣，其研究目的在于将这些公式直接用作市场投资策略。1958 年海布伦发表一篇文章，促进了这些规则的发展。今天价值投资者在定量分析时使用的很多公式都是源于此的。海布伦通过分析具体公司的股票价格、收入和股利的历史情况来估计市盈率的范围及成交范围内的证券的股利分红情况。建立在这种资料基础上的投资策略，就是当股票低于历史市盈率范围，或高于股利分红范围，或兼而有之的情况下卖出股票。为了正确估计范围，有一种方法可以避免不良情绪的因素对投资者产生的影响，防止错误的判断，这两种错误的情绪，一种是市场情况好转时的盲目乐观，一种是市场低迷时的悲观。这种方法就是低价买入，高价卖出，当然后者对投资者更有意义。海布伦写过这样一段话，现在看来，和海布伦当时一样，现时也是非常适用的。海布伦警告说：

职业投资家和业余投资家都必须警惕对牛市的盲目乐观，因为人们普遍认为，金融街的报纸、杂志，演讲、报告和分析资料等关于牛市的大量渲染最终会影响这两类投资家的决策。这种观点不是对价值投资者的批评，而是对普通人的批评，可能这是投资家职业上的一个劣势，他和其他人一样面临同样的心理压力。

海布伦创新之处在于，他集中研究一只股票在历史范围内成交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时的波动情况，与自身比较后，确定波动的高点和低点。其实更常用的风险分析方法是找到这样一种股票，它具有这样一些特征：低市盈率、高股利分红或与其他股票相比时，账面价值很低。主要价值投资者桑福德·伯恩斯坦等人创立的现代定量分析法将上述两种方法结合在一起。他们关注股票现在成交的范围，与历史范围对比，在此基础上再与另一只股票进行比较。找出那些成交时处于波动范围偏低的股票，然后根据其他标准来测试每一只股票。如果新的坏消息宣布时，股票价格不再下跌，那么就是好的征兆。如果业内人士和其他经验丰富的投资者正在购买该股票，那又是一个好的征兆。开始采用定量法筛选出股票，再对股票逐个分析，这样就完成了整个严格的评估。

在海布伦自己的实践中，体现了风险投资的一个核心原则。在以格雷厄姆为核心的一群专家中有两个人很突出，一个是真正为格雷厄姆工作过的沃尔特·斯克劳斯，还有一个是 20 世纪 50 年代中期的沃伦·巴菲特。正如沃伦·巴菲特的追随者知道的那样，沃伦·巴菲特是读完《聪明的投资家》后，才到哥伦比亚大学和格雷厄姆一起学习的。不久，海布伦认为他可以在格雷厄姆、斯克劳斯和巴菲特身上进行最好的投资。他在巴菲特的合伙人公司开业约一年后就投入了资金，又拿出另一部分资金委托给斯克劳斯 ，尽管他开始是反对这样做的。后来，他还找到了其他一些出色的价值投资者来管理他的证券。这些投资决策都给了他很高的回报。现在海布伦或多或少可以从直接参与投资的活动中退出来了。

将资产委托给别人来管理，海布伦在此体现了风险投资的一个永恒观点：知道你擅长的是什么并在此范围内竞争。投资记录是不确定的，但是很显然，确实有极少数职业投资家在长期投资中一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得高于市场的回报率。仅仅用运气好来解释是不够的。但是当这些业绩与设计巧妙的投资方案及某个行业的专业知识联系在一起时，并且通过对这些能力支付合理价格后能够享用这些能力时——格雷厄姆每个月向海布伦索要 25 美元，当然那是在 1929 年的价格——那么通过这些个人或机构投资就是非常明智的。知道专业投资家或机构可能比你自己兼职干要出色是所有风险投资眼光中最重要的一点。

几年前，风险投资公司特迪布朗尼公司对 Wells Fargo 银行的投资非常看好，于是特迪布朗尼公司准备派一个分析员详细调查 Wells Fargo 银行的情况。但他们发现伯克夏哈瑟维公司在该银行有大量的股权，特迪布朗尼公司将该分析员另配任务，并购买了该银行的股票。他们觉得自己的调研不可能优于巴菲特。这些年，海布伦在考评资产管理候选人的时候做了相似的判断，并根据他自己作为风险投资者的经验对判断进行了修改。他一直都在作聪明的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章　塞斯·科拉曼

低价而沽的卖方为数寥寥的买方

13.1　安全边际

如同其他资金经理一样，在达到合法驾车年龄前，塞斯·科拉曼就用生日礼金买了其第一支股票。他最初师从一位传奇式的价值和破产投资专家迈克斯·海因及其年轻的助手迈克尔·普瑞斯。先是在他们手下实习了一个夏季；大学毕业后又工作了两年。那时，公司仅他们三人。后来，科拉曼就读于哈佛商学院，1982年毕业。随后，他帮助组建了Baupost公司。这是一家今天管理着20亿美元客户资产的投资公司，拥有12类投资专业人才和一支30人的管理队伍。

促进Baupost成长的有利因素很多。其一便是他们奉为圭臬的两大最古老的投资准则：第一，不能赔钱；第二，千万不要忘记第一条。科拉曼将这些准则铭记于心。起初，他在Baupost负责处理大量富裕家庭的资产投资业务，他意识到在考虑回报之前斟酌风险是很必要的。其实，并不只是富人才考虑风险问题。以相同的概率失去或获得自己一半财富的赌注，很少会有人愿意参与。心理研究多次表明：人们对于赔钱比赚钱更敏感。这是有道理的，因为人们看重这损失的一半财富甚于那增加的一半财富。通过与海因和普瑞斯的合作经验以及自身的工作体会，科拉曼意识到：价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资是惟一能够在限制风险的同时提供可观的收益前景的投资策略。

科拉曼是《安全边际：成熟投资者的风险规避投资策略》一书的作者。该书由 Haper Collions 出版社 1991 年出版。我们已多次讨论过安全边际这一概念。这一概念由本杰明·格雷厄姆提出，并为后人广为引用。科拉曼认为安全边际这一说法更为准确。他喜欢购买那些按多种标准衡量都是低价的证券。这些标准有：价格与账面价值比、市盈率、价格与现金流量比、破产价值、股息收益率和自由市场价值等。他还考虑一些客观因素：如内幕购买、公司股票重购等等。如果其中一项因素效用甚微，其他因素还可能对股价进行支持。当他投资于其他资产时，如房地产，他同样要求有足够的因素证明那是有利可图的。所有这些方法分为两大基本类：资产和收益。当资产价值受到收益率的支持时，科拉曼感觉最好。

科拉曼最先承认以下这一事实：市场并不总是尽如人意地满足投资者投资股票的全部或某些要求的。1982 年，他初涉此道，虽然当时经济和公司利润都增长了三倍，但当时的道·琼斯工业平均指数没有冲破 16 年来的指数记录。那时，没人能明察走势，但到 1982 年夏季，股市就开始步入历史上最长的牛市时期。因此，科拉曼作为投资经理，在事业初期就能找出许多符合自己苛刻的投资标准的股票。但由于股市不断攀升，并且伴随着债券市场利率的长期下跌，使得找出那些被低估的股票变得更困难了。科拉曼只好转到其他不流行的非传统投资领域，如贱卖的债务、直接拥有不动产所有权、外资企业和产权市场。他的基金合同特许执照允许他自由选择投资，他得益于这一自由选择权。为寻求收益，他竭尽所能，是个机会主义者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.2　科拉曼原则

每位投资者都有一整套原则或规则来指导和约束自己的选择。放之四海而皆准的一条原则是：当证券的内在价值远高于市场价格时所进行的投资是最好的投资。除此之外，科拉曼比大部分人都更清楚指引自己投资的其他规则。

13.2.1　首先评估风险

在考虑收益之前，科拉曼会先估计风险——潜在损失的概率和规模。获利概率10%但无损失要优于获利概率15%而损失概率也很大这一情况。风险总是与收益相连。许多投资者都宣称应仔细考虑风险，但很少有人像科拉曼那样致力于风险研究。例如，对冲基金这一术语现已广泛适于任何一种有限合伙制投资基金，而以前它仅指那些能在价格上浮和下跌时成功进行保值的经理们手头上管理的资金。其策略是通过买进看涨股票的同时卖出看跌的股票进行"对冲"。即使整个市场无甚变化，基金也会从多头和空头中获利。但正如许多套头交易者发现的那样：作出两个正确买入期权的决策比作一个决策难。即使是现代的所谓科学的方法，即指望这些头寸能使价格收敛，从而在价格收敛点上进行空头和多头的搭配来获利，也已由于联邦储备的干预而变得不可行了。科拉曼深谙驾驭此项赌博之奥妙所在，尤其是能运用一些杠杆效应来很好地控制此种套期保值。因为担心空头会导致不对称风险无限制地增加，他不会以裸露的卖空交易为投资策略。他会用基金购买股票指数的卖出期权合同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来保值，以抵御市场价格下跌的风险。但这项策略无异于买保险，如果一切果如所料，其成本只会使收益略为减少，但如果市场下滑，它却能提供有效的保护。

13.2.2 驱动型卖主

在大部分投资领域，尤其是在交易量大且规范严格的美国及其他发达国家的股票和债券市场，很难找到这样一种边缘地带，某种无效率的领域：在这里，知识分布不均，而那些聪明、消息灵通的投资者具有真正的优势。显然，公司内部人员先于基金经理知道即将发生的事，但他们却无法利用这一信息优势。关于市场效率的争辩，自该争论开始以来的四十年里，一直都充斥着学术领域。对这一问题的不同论断，可用于区分那些认为资金经理要取得突破市场平均收益的成绩极度困难的人，和另外一些认为这虽然很难，但至少有少数的天才有可能做到这一点的人。

科拉曼试图在普通的二级市场(股票和债券)买卖以外寻找机会。他最关注的一个因素是那些被称为驱动型卖者的人。这些人，正如科拉曼所说的，因非经济性的原因而售卖。很多种情况会导致这类出售。当一支股票被逐出主要指数体系时，最可能出现这一现象。因为有大量的资金投资于那些寻求“复制”指数收益的基金，故众所周知，标准普尔 500 的股票实际上是基金必须购买的。股价在宣布派息后的几天里会由于买单增加而如期上涨，甚至创当日新高。但是指数中只能有 500 支股票，一支新的股票进去必有一支旧的股票要出来。有些股票的退出是由于兼并或其他公司的举措，但有些是由于经营业绩不佳。驱动型卖主——基金不关心企业的基本经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况而只注重它已脱离指数体系这一事实，在市场上将之出售。科拉曼多次发现，此类卖者会创造投资机会。当伍尔沃斯选择 Venator 作为公司的新名称，意欲使人淡忘其被淘汰出标准普尔 500 指数体系的历史，那时股价几天内从 6 美元跌到 3 美元。但公司更名为 Venator 后不到三个月，其股票价格就上升到 10 美元。

当由于非经济原因出售资产时，对之最通常的解释是一些机构性约束条件使所有者不得不转移投资目标。指数基金章程就是这样一种约束——即只能投资于指数体系内的证券。其他一些约束条款也赋予科拉曼良机。

（1）让产易股。此时大公司进行内部分割，创立新公司，将新公司的股票按现有股东的持股比例分派新股。和首次公开上市不同，它没有投资银行的支持，即没有了投资银行在 IPOs 时所采取的强有力的推销活动。此时也没有任何分析人士推波助澜。这意味着买者不足。驱动型卖者通常管理着大量资金，没有时间和兴趣来购买小而新的公司的股份。他们通常只是按一下“出售”键，对卖出去的资产是什么都毫不关心。而不受此项约束的投资者却可根据新公司的基本状况作出自己的决定。

（2）破产申请。此时公司正式请求法院法律保护自身免受债权人追讨，目的是在债务重组时保证公司的持续经营。公司申请破产的原因很多(有些破产是由于贷方的行为所至，并非公司初衷)，但仅有一部分破产真正预示着公司的结束和资产的清算。破产形式各不相同，其中大多数形式为一些有技能、有经验的投资者提供了有利可图的前景。他们会阅读公司良好的运营记录，预测未来的结果。然而，许多机构投资者受合同约束不能持有此类证券——通常是债券。该公司宣布破产不久后，即使售价远低于那些不受约束的卖者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的售价，他们仍将积极地出售债券。他们为那些不受约束的投资者创造了投资机会。

（3）未得其所的房地产。由于房地产的前任所有者拖欠债务，银行或其他贷款人有时会持有一些房地产，而且这些贷方认为自己被困于建筑和地产中。他们不愿意从事这些行业，且他们其中的大部分人不能或并不愿意去盘算应该怎么做。最简单的办法是处置掉这些资产。即使他们不得不接受畸低的价格，他们也认为这是值得的，因为这为他们解决了一个头疼的问题，或者是使他们得以遵守自己的营业章程。他们又为那些不受约束的买方创造了一个机会。

13.2.3 为数廖廖的买方

驱动型卖方所创造的另一个优势在于要买其所出售的资产的买主很少。没有人想买是最理想的。沃伦·巴菲特曾有一句名言，我们在前面曾经引用过：如果你玩扑克牌玩了半小时后，仍然不知道上当的人是谁，那这个傻瓜肯定是你。科拉曼从不愿参加拍卖会，因为在那里有比他更富有经验、资本成本更低的出价人。在这些情况下，他将不得不想想为什么会是自己最终拥有了那笔资产。

幸运的是，出于和驱动型卖方相同的因素，这些不动产也不适合许多买方购买。这些因素有：规模小、无保险(让产易股)，或是低价出售的债务(面临破产或破产的威胁)。科拉曼注意到，当类似的资产低价出售时，随着时间的流逝，会出现更多的买方。经验可能导致轻视，但当投资者习惯了这种以前看似奇特的资产时，便会蜂拥而至。像任何一位优秀的开拓者那样，当科拉曼感受到人群的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力时便开始迈向新的领域。他在 20 世纪 90 年代初购买了 Resolution 信托公司的房地产组合证券，当时尚无投资家对其感兴趣。随着销售的持续进行，买主接踵而至，他又抽身转战。

13.2.4 独立于市场的催化因素

还记得股息吗？大多数股票都有股息，这是投资者期望收益的重要组成部分。1929 年至 1959 年间，标准普尔 500 指数体系中的股息收益率高于长期国库券的收益。80 年代早期，股息收益率超过 4%，有时达到 6%。自那以后，股息收益率稳步下跌，90 年代末已低至 2%。许多公司，包括一些大公司都不派发股息。股息缩水后，股东们只剩下一条途径可获收益。他们不得不期待股价上扬，然后将股票抛售给其他人。几乎毫无例外地，股东们完全依赖市场——即其他所有投资者的总和，指望市场回报他们的努力和风险。正如我们所见，这位市场先生脾气反复无常。即使投资者是投资于一家各方面业绩都达标的公司，他发现市场仍可能令人失望，从而不愿交付。同样，尽管要记住这一条很难，但事实如此：在投资繁盛期过后，市场就不会发展，长期来看，甚至还会下滑。将收益完全寄望于股价上扬，想要获利是很难的。

其他选择是存在的。科拉曼就致力于寻找除市场之外的使投资获利的途径。假设他注重绝对收益，即他希望每年都能为投资者获取收益，那么就必须使投资项目独立于市场。在某种水平上，这些投资项目不难找到。固定利率的债券通常是每半年支付一次预定的金额，并在预定时间内归还本金。即使债券售价会随利率及信用等级的变化而波动，但由于违约情况极少出现，收益将是稳定的，此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时市场状况无关紧要。但是这一回报率太低。科拉曼不会仅因为安全就投资。他寻找的是无论市场水平如何，都能在有限的风险下带给投资者丰厚回报的机会。

低价出售的债务，尤其是那些公司无法偿还的债券，正符合这一要求。这些证券的价格令人沮丧；尽管可能会形成利息积累，但目前已经通知支付利息。何时偿还或是否偿还本金都不确定。科拉曼和其他投资者投资于这类违约证券时，必须有信心，相信他们手中持有的这些纸拥有足以使他们获益的资产价值。但是，一旦他们下定决心，他们的收益就更多地取决于破产进程而非喜怒无常的市场。

有时，市场在确定收益的时间和数量上无能为力。例如，清算——有秩序的公司破产进程——要与公司制定的时间表一致。可能会有一段长期的支出，投资者必须评估每块资产的时间价值和支付的确定性程度。接管是另一类不取决于市场状况而取决于交易时间安排的投资。一旦设定了时间，投资者必须等到交易结束。对每项投资而言，收入越确定，收益率就越低。科拉曼需要寻找的是那些处于大众投资者兴趣范围之外的交易机会，从而获取比无风险收益率更高的回报。

13.2.5 从下至上——从一端到另一端

正如投资领域可分为成长型投资和价值投资两部分一样，它也可以被分为由上而下型投资和从下至上型投资两类。由上而下型先从观察宏观经济环境着手，在确定了具有良好前景的行业或部门后，他们才会转而进行特定股票的选择。这些投资者的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和商业周期一致，且对技术的长期发展趋势和经济的其他特征作出估计。和其他价值投资者一样，科拉曼从底层开始研究，即选一支看起来是有价值的股票。他认为正确评估一个公司比评估整个经济环境要容易得多。并非只有由上而下型投资者才须作出正确的预测，从下至上型的投资者也必须使自己的行动优于和快于其竞争者，而且他们还需将该预测和特定的投资工具相连，从而带来利润。预测通胀率是很容易的，但找到一支赚钱的股票却很难，尤其是当已有很多分析家预测了通胀率，帮着哄抬股价的时候。不过，如果预测不准确的话，宏观投资者会身陷困境。如果通胀率不上升反而下降，他们是会放弃自己的选择还是等待经济好转呢？面对股价的下跌，从下至上的投资者重审自己的分析，如果他们相信那些基本的因素未变的话，则此时就是大量买进的大好时候，因为此时价格便宜。而宏观分析家则不会有这样一个清楚的抉择。

但即使是对从下至上型的投资者而言，也并非每项投资抉择都能与众不同。有时，一整类的公司都能提供购买良机，而在分析第一个公司时所得到的知识和技能则可运用于与之类似的情形。在 20 世纪 90 年代早期，复兴一个产业需要筹集资金，许多储蓄机构、储蓄银行、存贷协会都从信托基金形式转为股份制组织。银行转变的过程亦是如此。公开发行股票之前，要求储蓄机构取得对银行价值进行的公正的评估，然后才能面向公众出售与评估价值等同的股票。例如，ABC 储蓄银行有 1 亿美元资产，9 千万负债（即客户存款）和 1 千万股东权益。他每年的收益为 100 万美元，其中 10% 为股权收益率，1% 为资产收益率。评估（请看表 13-1）显示该银行价值 1 千万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13-1　储蓄存款机构在转形前的财务情况　（美元）

资　产	负债和所有者权益	收　入
1 亿（贷款和现金）	9 千万负债（存款） 1 千万所有者权益	1 百万 *ROA* = 1% *ROE* = 10%

注：*ROA* = 资产收益率；*ROE* = 权益收益率。

现在来做一下转换。在首次公开发行时，100 万股股票以每股 10 美元的价格出售，筹资 1 千万美元。该储蓄机构的管理者意识到这是很好的，所以尽可能多地买进，而不像在标准的首次公开发行中，管理层和早期投资者都是尽可能多地抛售。转化后的资产负债表如表 13-2 所示。

表 13-2　转化后的储蓄机构财务状况　（美元）

资　产	负债和权益	收　入
1.1 亿（贷款和现金）	9 千万负债（存款） 2 千万权益	135 万（约） *ROA* = 1.2% *ROE* = 6.8%

注：*ROA* = 资产收益率；*ROE* = 权益收益率。

首先要注意的是，1 千万美元的投资买到了价值 2 千万美元的股东权益，这意味着股东不仅购回了自己的现金，而且免费获得了公司的经营权。第二，这是家银行，新的权益资本将使得银行得以增加借款从而增加资产。在科拉曼保守的模型中，1 千万美元的新资本，最初将投资于美国国库券，税后收益率为 3.5%。随着时间的推移，这笔资本将被分散，并在各核心业务发挥杠杆作用。如果负债－权益比又回到转换以前的水平，银行资产将增加到 2 亿美元，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中 1.8 亿是借款，0.2 亿是股东权益。如果其资产收益率仍为 1%，该储蓄机构的收入将翻至 2 百万美元。

这项投资真正值得一提的是它为科拉曼提供了一个模型。该模型被用于其他很多储蓄机构的转化问题。尽管每一个公司都很小，但当这些小公司作为一个整体，他们也能为大量的投资提供可观的回报。起初，在这一领域中的竞争很少。大型的价值主导型共同基金，原本可以与科拉曼共处这一领域(这样,科拉曼的利润就会减少)，但他们并不愿意费时分析这么多笔交易，而且每笔交易数目都太小，不值得投入很多。在 20 世纪 90 年代末的一轮合并浪潮中，价值基金由于几年的经营欠佳，其资产正逐渐减少。因此，他们不得不放弃。最后，无论是共同基金形式还是股份制形式的储蓄机构，现在都不再是令人激动的行业。他们不再适合那些寻求高额收益的投资者。但是，由于介入时的价格非常低，而且市场很快就意识到价值低估的程度，其回报那时的确很可观。

不同的投资项目情形如此相似，以致可用同一简单模型分析不同的投资项目，这种情况并不常见。在这些情况中，政府行为对公司各层面的影响是一个原因。一些管理条例的变革促使了储蓄机构从共同基金形式转变为股份公司的形式，鼓励它们去筹集更多资金。科拉曼也曾购买了 Revolution 信托公司(RTC)的不动产证券组合。RTC 是为处置破产的储蓄机构及因紧急财政援助而落入政府之手的银行的资产而设立的联邦政府机构。在这种情况下，简单的模型不再适用了，因为每块不动产自身都是一个实体。在作为一名买主的过程中，他学到了必要的谈价技巧和房地产投资者应具备的特殊的评估技巧。在 RTC 拍卖会上买者数量逐渐增多后，他就转而购买银行和保险公司的单块房地产，这是银行与保险公司想处置掉的因债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务人违约而获得的资产。在某些时候，租金账一本是一本，不可混为一谈。

13.2.6 新时代，新竞争者，新市场

由于科拉曼寻找那些卖方出于非经济原因而处置的资产，且买方很少的情形，所以他必须随着条件的变化而转战于不同的市场。20 世纪 80 年代末，破产债务提供了大量的机会，直到大型基金受其显著的回报吸引而带着大笔资金涉足这一领域为止。储蓄机构转型只是一个阶段，随着时间的流逝，其价值日渐明显，会吸引更多的投资者。RTC 证券组合也是一样，不管以前看上去它多么古怪独特，现在它却已变得普通并受欢迎。小公司的股票通常在大型基金的经理们的视野之外，但是也有很多次，大量资金涌入小公司使利润所剩无几。于是科拉曼又转移阵地。

90 年代中期，他将注意力转向西欧。那儿的情形使他想到了 10 多年前或更早些时候的美国。公司重组刚刚起步，税法的改革及对商业落后的意识点燃了重组的星星之火。公司开始剥离不必要的部门，回购股票，试图使自身体制更灵活。因为欧洲主要的投资者，较美国投资者而言，更致力于投资名牌公司，所以在小公司里更容易找到价值。由于权益收益率远低于美国，欧洲的公司在提高运营效率上仍有很大余地。作为一个从下至上的投资者，科拉曼不只是因为宏观环境看上去不错就购买股票。他要寻找一个能够自由驰骋的新天地。后来由于追随者越来越多，他继续东行。铁幕后的国家，从共产主义到某种类型的市场体系，有着新生的股票市场和看起来是以公平价格交易的股票。即使是那些石油和天然气股票，如俄罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯的 Lukoil，最初定价仅为其在西方国家所能达到的定价的 1%到 5%。考虑到这些国家内存在着的巨大的政治风险，科拉曼意识到了他可能会损失全部投资。他通过将风险限定在一个可控制的水平上来控制风险。科拉曼在早期——1995 和 1996 年——买进，股价上扬。在 1997 年，他的境外获利颇丰。1998 年，由于俄罗斯拖欠债务，科拉曼仍然持有的股票价格下跌，其收益也随之下降。虽然该公司内部经济运行良好，但政治风险压倒了那些财务数据。俄罗斯使科拉曼在 1998 年受损，但从 1995 年到 1999 年整体来看，他仍是赢家。

13.3 德克萨斯石油公司债券和德克萨斯的法律：破产如何带来收益

在 80 年代的接管风潮中，Pennzoil 试图购买大公司 Getty oil。在交易快完成之前，德克萨斯石油公司的报价高于 Pennzoil 的报价，并中标。Pennzoil 对德克萨斯石油公司以“侵权行为”进行民事诉讼。在 1987 年 4 月，一位德州法官判决德克萨斯石油公司赔偿 Pennzoil1 公司 110 亿美元。按德州法律，德克萨斯石油公司若要上诉，必须将与判决金额数目相同的债务登记入账。赔付这令人咋舌的大数目现金，对于像德克萨斯石油公司这样的大公司来说也是很困难的。为避免赔付，并不使 Pennzoil 拥有对德克萨斯石油公司的资产抵押权，德克萨斯石油公司申请破产。此时，公司有了喘息的机会，但负债状况仍是愁云惨淡。

在这些负债中，有欧洲债券(面值为美元,但在美国之外发行)，其年利率是 12%，一年偿付一次。科拉曼被其安全性吸引。他认为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲债券是德克萨斯石油公司负债中历史比较悠久的负债，应该可以得到很好的补偿。科拉曼推测，无论德克萨斯石油公司将受到如何严重的处罚，根据已知的油价，公司都应该能支付罚金。除了石油，该公司还拥有炼油厂、化学厂和一批能出售的资产。1986 年年底，其股东权益的账面价值超过 130 亿。有了这些保障，科拉曼确信欧洲债券是一项安全的投资。

他期待什么样的回报呢？欧洲债券年利率为 12%。当公司申请了破产保护，就不必支付利息，尽管偿债责任在增加。1987 年秋天，该项债券以约 90 美元的价格成交。那时，他们已经有一次未支付 12 美元的利息，再加上 6 个月的利息的累积，意味着德克萨斯石油公司在债券到期时，即 1989 年将欠债券持有人 118 美元。科拉曼计算了一下(参见表 13-3)，即使费时几年收回利润，其收益也是可观的。当然，还是越快收回越好。

表 13-3　德克萨斯石油公司债券收益率(概算)

	本金/美元	利率/美元	总计/美元	年回报率/%
当前	100	18	118	
第一年	100	30	130	44
第二年	100	42	142	26
第三年	100	54	154	20
第四年	100	66	166	17
第五年	100	78	178	15

德克萨斯石油公司九个月后与 Pennzoil 结清了 30 多亿美元，科拉曼获得的回报超过了他最好的估计。这是他管理资金以来最大的一次投资，结果令人欣然。

为什么？毕竟，德克萨斯石油公司并非无名小辈。其他分析家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也能推断，即使他须向 Pennzoil 公司支付 100 亿美元，他仍有足够的资产来偿付债务。以下便是科拉曼的几条原则，有助于解释他为何能在这次机会中胜出。

驱动型卖者导致债券低价出售，而许多投资家受合同的限制无法持有逾期未偿的证券。一旦德克萨斯石油公司少支付一次利息，债券便被归为逾期未偿类。拖欠是否只是暂时的已无关紧要。对于这些投资者而言，低价出售的债务就是禁果，即使它只是表面的瑕疵。

缺少买方这一情形使科拉曼能以 90 美元这一价格成交。即使有些投资基金的投资战略是购买这些低价卖出的证券，但是他们要求高回报率。如果德克萨斯石油公司在两年内无法还清债券，收益率将低于 30%，这使得这些投资者无法接受。因此他们走开了。科拉曼的观点是只有和风险相联系时，回报率才有意义。他认为德克萨斯石油公司债券的风险，是程序风险加时间风险——即，这个案子如何审和费时多久。这两者比起信贷风险，无回报风险更容易对付得多。的确，德克萨斯石油公司的表现令科拉曼非常满意，也印证了他的风险假定。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章　迈克尔·普瑞斯

原则、耐心、专注和能力

作为一个年轻人，迈克尔·普瑞斯有着很长的价值投资经历并且成绩斐然。他在二三十岁时就为麦克斯·海因这位业界的泰斗级人物工作还成为其事业上的合伙人。后者管理着共同股份这家共同基金。普瑞斯 1975 年大学刚一毕业就开始了自己的事业。1988 年，海因在一起车祸中丧生，普瑞斯接管并控制了该基金及其下属的一些规模较小的基金。1996 年，普瑞斯把基金出售给“富兰克林资源”，回报丰厚。富兰克林在固定收益基金方面实力很强，还想将事业扩展到股权产品。普瑞斯出售该基金则既有机构方面的原因，又有个人的原因：他的基金发展得如此庞大，需要大量的物力和人力资源投入来进行管理，而人力方面的投入主要来自他自己。出于各自的考虑，双方达成协议，成立了富兰克林和海因证券(一系列共同基金合并后的名称)。普瑞斯同意留任几年，并将大量应得收入投资于该基金。这对于他并不成问题，因为在他眼中没有比这儿更好的资金投向了。1998 年，他真的离开了富兰克林和海因证券，他用了两天的时间又重操旧业，只是规模比以前小了些，股东也没有那么多。为什么不这么做呢？他深谙此道，并且乐在其中，每个人都应有这份幸运。

真正把富兰克林资源和迈克尔·普瑞斯拉到一起的是普瑞斯的成功经历。当普瑞斯在海因证券起步时，共同股份大约掌管着五百万美元的资金。1973 年到 1974 年，整个市场处于低迷状态，但这家基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金运作得不错。此后，它继续保持着高额的回报。70 年代后期市场失去了对股票的无限热情。《商业周刊》那个声名狼藉的封面故事“股权之死”就发生在 1979 年。该杂志列举了一大堆原因来解释为什么连最有经验的投资者都放弃股票而投资于房地产、黄金、钻石以及股票以外的任何资产。在这种大环境下，即使是像共同股份这样的成功基金，也缺乏新的资金注入。但海因和普瑞斯持之以恒，坚持他们的价值投资战略，到 80 年代人们的投资情绪发生逆转的时候，投资者发现他们成功的业绩极具吸引力。在这儿用“发现”一词是再恰当不过了，因为尽管没有在广告、推销或销售佣金方面投入大笔资金，该基金依旧保持强劲增长的势头，直到共同股份及其兄弟基金的资产超过 150 亿美元。这相当于每年大约增长 50%，这 50% 的增长由大约 20% 的投资回报和 30% 的新增资本构成。

这标志着普瑞斯在管理资金不断膨胀的情况下依然能够保持出色的表现。我们在本书中提到过其他投资者喜欢远离拥挤的人群，他们认为玩家越少，机会就越诱人，对于他们来说无论是从公司投资角度来讲，还是从资产管理的角度来讲，小规模都是一种优势。投入大笔资金就很难获得超额的回报，但这并非完全没有可能。迈克尔·普瑞斯通过严格地遵守原则(他受的教育就是如此)和充分利用规模优势，成功地应对了这一挑战。普瑞斯意识到持有大量的证券能使他在公司的决策中拥有发言权。他不用耐心地坐在那里等候，或是祈祷管理层能够扭转乾坤；他可以鼓励管理者采取切实能够增加股东价值的行动。

普瑞斯一直严格遵守指导他行动的价值投资原则。无论在共同股份规模很小的时候，还是它发展庞大之后，还是在今天他运作的投资组合重新变小的时候(出于他自己的选择)，他都遵循着这些原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则。

14.1 风险一旦降下来，高额回报就会到来

在普瑞斯加入共同股份之前，这家基金就以经得起市场低迷的考验而著称。麦克斯·海因是破产投资的先驱，他所购买的重组企业的证券都很少受到市场动荡的影响。投资组合中的廉价股票也被证明在熊市中是很抗跌的。这种稳定性使基金在 1973 年和 1974 年受益匪浅，在这两年里，道琼斯工业平均指数下跌了 40%。标准普尔 500 工业指数遭受了类似的损失。两个指数都未在两年内恢复到 1972 年底的水平。相比之下，共同股份在 1973 年亏损 8.1%，在 1974 年获利 8.2%，1975 年获利 34.1%，1976 年获利 55.2%。在这四年间，该基金的复合回报超过了百分之百。这给普瑞斯的启示是很清楚的：只要你在市场低迷时干得不太糟，那么在市场高涨时你只需表现正常就可以成功达到平均水平。自此，他的目标就相当明确，每年取得 15%的复合回报率。以这样的速度，不到 5 年，资产就可以翻一番。由于这种投资策略的波动性小于整体市场的，股东可以避免眼睁睁地看着自己的股份缩水一半。他们更不可能携款潜逃。普瑞斯的事业之所以能够成长起来，在一定程度上是因为他不用应对大规模的赎回要求。

14.2 构造与投资策略相匹配的投资组合

很少有职业资金管理人会承认他们投资的方法会超过客户能够承受的风险水平，即使是最具冒险精神的人也会认为，他们的技术，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的止损机制或是其他经过实证的技术会使他们的投资组合免于市场挫折。这样，一个经常被使用的目标就是与市场同步上涨，但在市场下跌时跌幅小于大市。这毫无疑问是一个可敬的雄心壮志，但要实现它不仅仅靠良好的愿望。普瑞斯和共同股份的其他同事回想自己在 70 年代中期那些动荡的岁月里的表现后认为，他们的成功主要是归因于他们的投资组合结构，他们把大约 2/3 的投资放在廉价股票上。另外的 1/3 被分配到破产投资、套利头寸和现金中，其中现金从未低于组合的 5%。

破产投资是按照法律程序的时间安排来运作的，它不会随着股票市场或者宏观经济的变化而波动。套利头寸都出现在公开交易中，主要是融资资金的接收。普瑞斯认为这些投资较之货币市场的国库券或银行承兑汇票更为有利可图。它的年回报率通常在 15% ~ 20% 之间，这是因为交易中总会有一定的风险，比如交易失败或者成交期限比最初预想的时间长等。通过从流动性强、便于大规模买卖的大约三百个交易中选出五到十个组成一组，普瑞斯成功地保护了投资组合不受市场波动的影响，同时还能取得超过正常水平的回报。多年来，他的投资组合的波动率平均比市场水平低 40%。这套机制运行得如此成功以至于普瑞斯在出售海因证券之后也自然而然地采用了相同的构建投资组合的方法为家人和朋友管理资金。

14.3 把握市场并采取明智的市场策略

股票市场在 1998 年到 1999 年创出新高，这在一定程度上是由人们对新兴的、有发展潜力但尚未盈利的公司股票的需求推动的，但是普瑞斯没有参与其中。同其他价值投资者一样，他不相信这些公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司能够挣到钱。他认为市场仅仅因为预期而支付如此高的价格简直荒谬之极。作为一个私人资金经理，普瑞斯不用担心因为表现不合规矩而受到惩罚。从他的长期经营业绩和坚持原则的历史来看，毫无疑问，即使他需要给股东一个交待，他仍然会远离那些已证明是泡沫的股票。

普瑞斯拒绝对互联网的狂热，既源于他的估价原则，也源于他对华尔街的运作方式的了解。我们可以把新技术股的涨跌看作是周期性横扫投资市场的众多狂热行为中的又一个，但至少最近一些年，这些狂热更多的是因为个人的动机而非大众的疯狂。尽管投资银行可以通过很多方式挣钱，但传统的股票经纪业务已经失去了它的吸引力。佣金率太低，相比之下，投资银行业务的费用就比较高。这些投资银行在融资交易和公司上市中挣到的钱要远多于在股票交易中挣到的。当公众对首次公开发行如饥似渴时，投资银行是绝对乐于伸出援助之手的。他们能从新筹集到的股款中提取7%的费用，而在普通的经纪交易中他们每股只能拿到几个美分(只要规模够大，即使几个美分也能汇成一大笔钱)。这种补偿性安排本应引起投资者的警觉，但在随之而来的大型推销和广告宣传的攻势下，它被人们忽视了。

显然，首次公开发行全面地刺激了销售方。与按照管制要求只能出售未偿住房贷款的保险公司不同，投资银行、风险资本以及上市公司的所有者的动机就是将年轻的、未经考验的公司装扮成广阔市场上的绝对赢家，而实际上它还处于婴儿时期。尽管证券和外汇佣金条例要求招股说明书中应包括所有的与公司潜力有关的责任声明，但是上市背后的利益驱使他们用对未来财富的美好设想蒙蔽了本应谨慎小心的人们。对通货膨胀的预计推动了热门股票价格的爆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨，毕竟市场上可供购买的股票并不太多。

对于那些幸运的、能够以开盘价买入大量股票的人而言，持有几小时然后将其卖掉是回报极为丰厚的策略。而对于那些在第一天的最后时刻参与进来的人来说，结果就很糟糕。投资银行的收益是相当丰厚的，这也就成了市场以及市场中的新股板块和技术板块能够涨到前所未有高度的最重要原因之一。

华尔街还有其他的游戏，首次公开发行仅代表了上市公司融资的一小部分。有经验的公司可能不愿意涉足股权市场，因为它们害怕向世界发出信号说他们需要股权资本的注入；但他们会不断发行新债、出售分支机构或寻找其他途径募集资金。公司越大越可能成为投资银行的客户。道琼斯工业指数的成分公司或《财富》五百强名单中的公司与投资银行有稳定的业务来往，他们都想从公司的银行业务中谋利。这样做没什么错，这就是市场经济下的融资方式。但是迈克尔·普瑞斯知道，我们也应记得，同样是这些投资公司编写关于客户的研究报告，建议买进或持有(出售建议已经消失了)这些股票。尽管人们总是提到把大型投资公司或经纪公司的不同职能分开的“中国墙”，但是投资专家们还是认为没有哪个销售方的分析师愿意损害他的公司从正接受检查的公司那里赢得银行业务的能力。这一事实的存在导致分析师的报告总是偏向销售方，这也有助于解释为什么许多价值投资者声称他们从未相信过销售方的研究报告。

迈克尔·普瑞斯当然也不会依赖这些研究报告，但他愿意把它用作复杂公司的各项业务的简介和对他自己的估价方法的检查。例如，在 2000 年 10 月，通用电气用价值 450 亿美元的通用电器股票从竞争对手手中夺回 Honeywell。由于通用电气可能是美国工业企业中贷款成本最低的公司，所以普瑞斯怀疑通用电器采用发行新股的方式进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行收购可能说明它的股价被高估了。他是否应该卖空通用电气呢？它可能是全球最有信誉的公司，他的首席执行官几乎被媒体奉若神明，很难想象它是一只将会贬值的股票。为了加快工作进展的速度，普瑞斯从一家最大的投资和经纪公司近期的分析报告着手。

报告是在收购 Honeywell 的消息公开之前完成的，通用电气当时的股价为 56.63 美元。100 亿股流通股使得通用电气的市值达到 5 700 亿美元。分析家预计通用电气 2000 年每股收益为 1.27 美元，考虑到公司过去的预测准确性很高，这个数字应该是比较安全的。但它却意味着通用电气的股价是其预期每股收益的 45 倍，是现金流的 36 倍，这对于一个成熟的、在每一个经营市场几乎都数一数二的巨人而言，是一个很高的倍数。该分析人没有就此打住；她认为如果对下一年的预期每股收益使用 48 倍的市盈率，那么通用电器的股票能够达到 70 美元的目标价位。

引起普瑞斯注意的既不是该报告的购买建议也不是市场赋予通用电器的高市盈率所代表的乐观预测。这些都是意料之中的。相反，他关注的是公司各业务部门的分解，他用每个业务部门运营收益乘以一个现实的市盈率来计算公司的价值，仅把通用电气投资——公司的金融业务——单放在一边。

根据他的计算（见表 14-1），通用电气的非金融部门的平均税前市盈率应为 10.8，这相当于税后营业收益的 17 倍。这些部门主要是制造业部门，其中一些是没有什么吸引力的家用电器，另一些只有少量的高科技含量，但没有一个部门能够以少量的追加资本获得爆炸性的增长。2000 年 11 月，梅塔克的市盈率为 9，惠尔普的市盈率低于 7，这些都是税后比率。电力部门更是没有吸引力，威斯汀豪斯最终放弃了这个部门。尽管有人可能会对普瑞斯使用的市盈率有异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议，但既大幅提高市盈率又保持毫无表情的确很难。让我们做一个大胆的假设，通用电气的非金融部门的价值是经营收益的 15 倍或者 2 000 亿美元。公司目前的市值是 5 700 亿美元，那就是说剩下的 3 700亿美元的窟窿要由 GE Capital 来填补，GE Capital 的运营收益为 52 亿美元。什么样的戏法能使一个税前收益是 52 亿美元的金融部门的市值达到 3 700 亿美元，从而使市盈率超过 70 呢？我们知道答案：那就是华尔街的魔术、投资银行业利益驱动。

表 14-1 通用电气的部门分析 （百万美元）

	2000 年营运收入预测	EBIT 乘数	价值
飞机引擎	2 415	12	28 980
家用电器	595	10	5 950
广播	1 780	15	26 700
动力制造	2 640	10	26 400
照明	770	9	6 930
交通	560	9	5 040
工业体系	875	9	7 875
通用电气供应	120	6	720
原材料	1 910	10	19 100
医疗系统	1 600	10	16 000
通用电气信息系统	125	8	1 000
总额	13 390	10.8	144 695
GE Capital	5 200		
流通股本	10 068		
每股股价/美元	56.63		
市值	570 151		

很清楚，这是一个道德问题，从首次公司发行现象中也可得到这样的教训：相信华尔街要自担风险。华尔街需要创造兴奋点，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样投资公司才能获得报酬。当游戏开始时，公众更多地为贪婪而非恐惧所驱使，价值投资者将被排除在外并被抛在身后。他们的表现相对于其他以成长性为导向的同行而言是微不足道的。抛弃原则、紧跟潮流的压力很大，尤其是对那些缺少投资理念支持的经理来说更是如此。但对那些有耐心又具安全意识的人来说，热情退却、恐惧重现的时候也就机会大量涌现的时候。

14.4 定价：公司到底价值几何

为了估计公司的内在价值，普瑞斯问了一个问题：一个信息完备的买家愿意花多少钱购买整个公司？他通过研究购并交易找到了答案。每个交易都产生大量文件，其中详细记录了交易各方协商一致的定价基础：对于被收购公司的每一个收入流应付多少钱？制作这些文件的投资银行家提供了一系列倍数。普瑞斯和他的同事们将信息积累到一起建立了一个信息库，它可以告诉他们购并市场(公司控股权交易的市场)的现行价格是多少。他们不断地用新交易来更新信息库，而同时仍坚持交易价格决定倍数而不是倍数决定价格的原则。因为每一个大企业都不止经营一项业务，所以信息库应该分部门建立。没有哪两个公司是完全一样的，但每一个公司都是由许多分支部门组成，普瑞斯可以获得充分的有关这些分支部门换手价格的当前信息。

普瑞斯并不排除传统的定价方式，例如资产重置成本法，现金流乘数法，甚至账面价值法。但他只把这些定价方法作为交易定价法的验证。他喜欢交易定价法，因为它能提供即时的价格，这些价格反映了信息完备的买方对部门的评估而且包括了控股权溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14.5 寻找廉价股票

报纸对于普瑞斯而言是一个稳定、丰富的信息来源。他并不留心宏观经济信息，他相信其他专家也忽略了这部分信息，但他更关心真实公司的细节。他观察所有的交易，但同时也关注那些预期公司将损失收益，或处于困境，或股价再创新低方面的信息，他对廉价股票的定义是那些股价比估计的内在价值低 40% 的股票。他认定的许多公司还未达到该水平，所以他就等待，直到价格跌幅达到他制定的标准。

在过渡期，他为潜在投资做了大量的工作，他想一部门一部门地了解企业，这样他就可以对估价充满信心。他对公司的管理层也感兴趣。他们是公司的所有者吗？他们是否为股东的利益着想？他们是否从事自我交易——也就是说，对自己付咨询费或是让公司租用自己楼房？董事会都有哪些人？普瑞斯能够指望他们为股东利益着想吗？他们是当前管理层中的一员吗？公司还有其他不适合被收购的原因吗？没有谁会购买通用电气或思科公司，他们的公司规模实在太大了。普瑞斯还关注其他阻碍收购的因素，比如资产负债表上过多的债务会使购买者难以为收购融资，或者公司控股权股票不在公开市场上交易。通用汽车也许可以考虑，但福特看起来不会那么容易到手，因为该家族拥有控股权，他不认为所有的廉价股票都会被控股股东获得，但他尽量把这些问题考虑进来。控股溢价能够把普通的投资变成突出的投资。

搜索战略也能够识别那些处于整合阶段的行业。经济环境、政府法律法规以及技术方面的变化都能刺激兼并。当房地产投资信托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为一种时尚的投资时，它的数量从 30 家增加到 350 家，华尔街会提供市场所需的一切。但是，由于没有合理的商业原因来支持如此众多的信托公司的存在，所以只要日常管理费用能够大幅削减，兼并的机会就是好的。当许多信托公司的股价下跌时，房地产投资信托引起了普瑞斯的注意，因为他们既是廉价股票又是良好的收购对象。这些特征明显是关联的，即使是控股买家也喜欢讨价还价。

14.6 破产投资就是价值投资，只会更好

引导普瑞斯找到廉价股票的报纸和杂志也将他带入了潜在破产公司的世界。他正在寻找基本上相同的东西：售价低于其内在价值(由控股权市场决定的)的资产。不同之处在于申请破产的公司有较为严重的问题，通常有两种起因，或者是借了很多债，不能偿还利息；或者是被诉赔偿巨额款项而且已经申请破产以保护其免受索赔。无论哪种情况，破产是一个机会，前提是投资者清楚他在做什么，那也就意味着能够分析资产负债表中负债部分同时也能分析资产部分，并且清楚破产公司在重组或者清算时采取的法律途径。

普瑞斯想识别那些濒临破产但尚未申请的公司，不是立刻就购入证券，而是建立自己的信息储备，就负债而言，识别求偿权的状况以及它们中哪些拥有抵押权。一旦清算，资产有可能不足以偿付所有债务，所以，最好是具有优先受偿权。如果公司重组，而且确实避免了破产；债权人会得到现金或是得到新的证券，这要视其所持债务而定。在破产程序初期，在任何人可以有把握地预测结果之前，较为安全的方法就是拥有较高级别的债务。普瑞斯的方法就是价格降到企业价值的 30%或 40%时才买。当形势明朗，重组的架构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已开始成形，聪明的投资者应决定降低投资债券的级别，承担较高风险，以取得较高的回报。

对于多数破产案例而言，主要有以下四个阶段。

(1) 在申请破产前，公司努力争取债权人同意和解(意味着债权人将接受少于其拥有债务面值的还款以换取一个更快更有把握的结果)，或者公司正努力争取吸引新的资本。

(2) 申请破产时，可能和解在进行中(贸易中叫做预先包装)，也可能没有。

(3) 重组计划最先由破产中的公司提出，然后与众多债权人进行谈判，直到达成协议。

(4) 公司得以避免破产境地，此时已建立新的资本架构，且向债权人发行新的证券。

投资者可以从每一个阶段获利。在申请破产前，当公司正争取避免破产时，有现金的人可以同正受到很大威胁的公司谈判，以极优惠的价格购买相当多的股权或债务。如果新资金的注入能帮助公司挽救自己且重新盈利，投资将取得成功。这是大笔资金起作用的领域之一，如果一个公司仅需要少量资金注入，他不用从困境开始。

申请破产之后，一些债权人受制于其投资政策会出售其所持债务，那些按 85 美分交易的债券现在可能会跌到 70 美分，甚至更少，有些银行会变得焦虑甚至被迫出售其贷款，尽管这种债权在受偿优先级上会高于其他债券，但其价格可能会低于它们。这是规模具有优势的另一个地方，因为银行想把其贷款整个地卖给一个准备好了的买家。同时，打包的各水平上的债务要在市场上重新定价。在这一动荡时期，有准备的投资者愿意购买受偿级较低的债务，因为这种债务太低廉了。这一时期，公司正在按月归档债务，而破产法庭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则将公司所作所为详细记录在案。投资者若愿意不辞劳苦阅读这些案卷，可以了解更多关于破产公司的情况，而对于那些健康的企业而言，就没有那么容易得到这些信息了，因为后者仅仅按季填写一张 10Q 表格。

公司自己在申请重组计划时，不同等级证券的持有人正努力了解计划是什么样的，尤其是满足债权人要求的计划。提前了解情况，并且持有那种价格和付出款项之差最大的证券将能挣到钱。破产法规定，每一等级债券的三分之二的持有人可以使重组计划通过。规模再一次成为优势。因为一个投资者只需三分之一的任何一级债券就可以阻挠协议的达成，债权人之间的谈判可以被刺激起来；他们在分一块有限的饼，每个人都想确保从投入的资金上取得还算不错的回报。普瑞斯要拥有足够多的债权，以便在谈判中有发言权，甚至否决权，而不用成为正式的债权人会议的成员，那会妨碍他在程序进行中交易债券。

最后一个阶段或者是清算，或者是避免破产。如果公司清算，那故事就结束了，债权持有人将根据其受偿优先级从出售资产的款项中获得清偿。如果公司变成一个新公司，情况就更有趣。在破产阶段，公司无须支付利息或交税，所以它的现金状况通常会得到改善。它可能出售资产，诸如土地、建筑物等，这也增强其流动性。亏损的分支机构会被关闭，或者处理掉，剩下的新公司将有较好的业务。它还重组了债务，减少其债务负担，以便与新公司的现金流匹配。所有这些原因，使新公司可能比其前身要强大。

就华尔街而言，那里的人们没有注意到它，没有分析家报道它。老公司的股东可能什么也没得到，因此极为仇视新的公司。债券持有人可能得到新的股权作为清偿的一部分，他们中不少人想处理掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些股份。这样，对于聪明的价值投资者而言，收购大量廉价股票的时机已经成熟，他们可能从持有的债券中得到一些，这是他们一开始就购买债券的原因之一，现在他们能够从卖主那里取得更多。将破产的所有阶段以及相应的不同获利方式连在一起的主线就是知识：关于公司及其资产内在价值的知识，关于各级债务及其担保资产的知识，关于破产程序以及债权人能够影响决策的方法的知识，还有关于新公司状况及其基本价值的知识。知识越多越好，投资者能够越早估计出即将发生的情况，回报就越高。这不是量子物理学，所以近年来变得人满为患，于是普瑞斯开始寻找其他方式来获得廉价的股票。但任何想从破产投资中获利的人都应确信，他们确实了解破产中涉及的每一要素。当公司债务水平处于历史高位时，绝对不缺少机会来施展这些专业技能。

14.7 鼓励公司去做正确的事情

在 1995 年，关于迈克尔·普瑞斯的故事从金融篇进入到新的一篇，这是因为他在大通银行进行投资，并且采取提高股价的步骤。大通股票价格在 34 美元左右，银行每股收益在 1994 年是 5.87 美元，普通股的账面价值是每股 38 美元，普瑞斯还计算出在银行的信用卡抵押服务和其他业务中，有每股大约 30 美元的隐藏价值由于会计规定没有在资产负债表上反映出来，据这一估计，大通股票被严重低估。银行肯定也同意；他们在 1994 年回购了 850 万美元自己的股票。现在大通正发行 1 100 万股用来从美国信托手中购买一项能带来 3 亿美元收入的业务，正如普瑞斯看到的，大通正打算购买的资产根本不值其支付的具有 3.8 亿美元市值的股票，与其内在价值 7 亿美元相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比就更不值了。

对于消极投资者，通常包括众多大资本持有者如养老金、保险及共同基金而言，对付糟糕的管理决策的最佳方法就是，如果你拥有股票就卖掉，如果你没有股票就别买。当有成千上万公司可选时，人生就显得太短暂，与管理层竞争也太没把握。普瑞斯采用了不同的方法。因为大通股票是便宜的，他买了很多：一千万股，超过流通在外股份的6%，当投资者购买超过一个公司5%的股份时，他们必须向美国证监会申报13D表。许多投资者从不购买达到5%，不想让世界都知道他们在做什么。普瑞斯没有沉默，他在13D中声称他认为股份是被市场低估的。他在努力引起大通管理层的注意，此外，他想让他们放弃打算进行的收购。

为了支持他的计划，他开始访问银行的其他大股东，向他们解释他认为合适的股票价值以及为什么管理层计划中的收购是个错误。大通的管理层也在进行游说，争辩说投资者应当耐心，他们的计划会产生更大的价值。但普瑞斯并没有打退堂鼓。他做了法律上的必要安排，购买额外的股份并且在董事会争得一席之地。在这期间，所有这些努力对经纪公司的分析员也产生了效果，他们开始撰写关于大通和另一家货币中心银行合并后价值的文章。银行股价开始上涨，几个月后大通和化学银行公布了他们的合并消息，这是化学购买大通的一个婉转说法。在交易中大通的股东接受了价值54美元的化学股票。那些一直持有该股的股东在未来两年看着股价翻了一番。

这个故事有几个启示。首先是规模是可以购买的，只要经理知道如何运用杠杆作用。在大通案例中，光是给首席执行官打电话就想让银行改变方向是不够的。普瑞斯还得与其他大的股东协商并且威胁要争取董事会席位以强制改变管理层方向。他看到一个大趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上个世纪发展起来，即管理层越来越注意股东的意见，他也毫不迟疑地在变化中发挥了作用。其次，他对大通的估价可能不是完善的，但它却比管理层的估价要好。在化学以比交易前价格多 20 美元的代价收购大通时，该估价的意义便得以证明，而银行在合并后的成功更说明这一点。第三，激发人在实现投资价值时是重要的。他在大通案例中的最终成功是因为他就是自己的激发人。但更多时候，是公司购买者在扮演这一角色，至少在他的投资组合中廉价股票部分是这样。他在这些交易中的表现是如此成功，原因在于他在进行分析时总是考虑到交易的前景。没人能买的公司在他的组合中不是问题。对大通的投资是在银行大兼并时期进行的，这是他认为有吸引力的另一个原因。

14.8　完成你的家庭作业，并且尽早下手

普瑞斯的投资方法有三四个特点。第一是原则：不要偏离估价标准，尤其是人在不小心时就会冲动。而且，不要仅仅因为其他方法目前更为人们所喜好就改变已有的投资组合构成。普瑞斯自己的结构就经过精心设计，能够控制风险同时还可以提供优厚回报。第二是耐心：在分析完成、内在价值确定之后，不要追逐股票。重要的是要等待市场提供一个打有足够折扣的价格以保持充分的安全性。第三个特点是专注：不要因为全球预期或宏观预测而分心，你可以听听而已，或是自己来预测。理解安全性比理解经济要来得容易，从中获益的方法就是运用这种理解。

最后，完成你的家庭作业。每一笔投资都是对付交易中对手的一个赌注。你们中只有一个是正确的，胜利总是属于那个更懂得安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全性并且更早认识到它的人。对投资者而言最好的战略是拓宽并加深相关知识的储备。普瑞斯专注的每一个领域——廉价股票、套利以及破产投资——使他在审视各公司时，能以一个控股买家的眼光来看待它们。套利机会通常来自于接管交易；它们提供了关于收购者对什么样的企业支付多少钱的有用信息。破产交易提供了额外的信息；资产在重组时被出售，普瑞斯便记录下换手时的价格。廉价股票，比如说1995年的大通银行；昂贵股票，比如2000年的通用电气，他们的分项业务，可以参考买家购买类似业务时的价格定价。知识的储备随着每一个交易、每一次股票的购买和每一次套利机会的出现而扩展。拥有一个巨大的最新的知识库，价值投资者可以迅速利用每一个一闪而过的机会。对于投资者而言，耐心固然是一种美德，但在一定条件下，敏捷也很重要。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章　沃尔特和埃德温·斯克劳斯

简单化，低廉化

沃尔特·斯克劳斯于1955年中期开始进行价值投资。他的职业生涯可以追溯到1956年1月1日，相对于同等级别的管理人员和同等级别的机构来说，他算得上是在投资领域中工作时间最长的。除此之外，他还有一个“之最”，即从1956年到2000年的整个45年间，斯克劳斯和他的儿子埃德温（埃德温于1973年加入到他父亲的事业中），为他们的投资者提供了年均高达15.3%的以复利计算的回报率。而同期，相应的标准普尔指数[㊀]总回报率为11.5%。幸运的投资者在1956年委托给斯克劳斯的每一美元，到2000年底已经涨到了662美元，这其中还包括所有的管理费用（见图15-1）。而投资于标准普尔指数的每一美元，现在价值却是118美元。实际上，斯克劳斯父子的业绩甚至比这里的数字更为出色。这45年间，他们的股票只有7年是亏损的，而标准普尔指数有11年。斯克劳斯公司的平均损失为7.6%，而标准普尔指数则为10.6%。现代投资理论认为收益就

㊀ 沃尔特·斯克劳斯是从1955年开始采用标准普尔工业指数的，因为这个指数中不包括公用事业和交通部门的股票，它与他的投资组合更为匹配。即便是当更多人都选择标准普尔指数500时，他还是使用标准普尔工业指数作为一个基准参照点。将20年来这两个指数的数据加以比较，我们会发现实际上它们是非常接近的，但是相对来说，标准普尔工业指数有一个稍高的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是风险的补偿，证券组合的波动性越大，收益就越高。但是，斯克劳斯成功的投资却并没有印证这一理论。

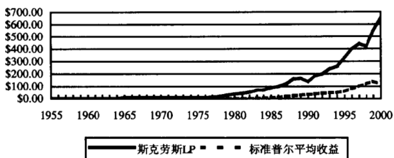


图 15-1 投资于斯克劳斯公司的 1 美元与投资于标准普尔工业指数的 1 美元的价值，1956～2000 年

沃尔特和埃德温·斯克劳斯都是极简抽象主义者。他们的办公室都很简陋，卡斯特·斯克劳斯只有一个办公房间；他们不访问客户；很少谈到管理理念；不和分析师交流；也不上网；他们不会被说服做他们不愿意做的事情；甚至在和别人谈话时，他们也要限制时间。在这个投资领域里，有着数不清的善于表达、富有才智的人，很多人都能列举出很多理由来说服你买这支股票或那支债券，而斯克劳斯家族则不同，他们更相信自己的分析，长期以来都遵循他们的惯例——购买便宜的股票。这一方法使得他们几乎完全集中精力于研究上市公司每个季度发布的财务报表。他们从资产负债表开始着手分析：能以低于扣除全部债务后的资产价值的价格购买该公司吗？如果可以，那么这支股票就是斯克劳斯将购买的候选股。

这听上去很熟悉。在最开始进行价值投资时，斯克劳斯并没有显示出他的创造力，但是其后不久，他很快就展示出来了。1934 年，斯克劳斯只有 18 岁，那时还处于大萧条时期，他就在华尔街上开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了他的投资。30 年代末期，斯克劳斯在纽约证券交易学院师从本杰明·格雷厄姆。在那里，他和他的同学关系都很好。他的同学有高盛套利部门的领导格斯·勒威，纽约证券分析师协会的前任总裁塞温特·亚伯拉罕，以及其他很多华尔街的重量级人物。那时候，斯克劳斯在卡尔·M·洛博公司(Carl M· Loeb)工作，而格雷厄姆的兄弟利昂就是那家公司的老主顾，格雷厄姆在那里有户头。这向斯克劳斯证实，当格雷厄姆在课堂上侃侃而谈的时候，他也确实在进行交易。当时格雷厄姆就强调过价值投资，即以低于当前资产价值减去所有的负债后的价格购买股票。1934 年斯克劳斯辞去了他当时的工作后，就效力于格雷厄姆。

格雷厄姆最喜爱的一个教学策略就是比较两家公司的资产负债表——即使他们是处于不同的行业——然后并列地分析他们。例如，仅仅是出于两家公司英文字母上的相近性，他就会比较可口可乐和高露洁这两家公司。然后向学生提问，根据他们的资产净值，哪一支股票更值得购买。对格雷厄姆来说，他最关心的是安全边际，这就使得他会忽略可口可乐巨大的潜在的增长能力。当然并不是格雷厄姆所有的策略都有效。格雷厄姆会购买一个行业中处领导地位的公司的股票，如伊利诺伊州中央铁路，然后卖空处于该行业第二位的公司的股票，如密苏里-堪萨斯-得克萨斯，以套期保值。但是这两支股票并不相关，因此套期保值根本不起作用。格雷厄姆经常使用的另一种套期保值的方法就是，购买一支优先股，然后卖空普通股。如果普通股价格上扬，他就会从优先股中获得补偿；如果普通股价格下跌，他就会从普通股中获利。而在上述任何一种情况下，他都得到了股息。尽管这种做法不再享受税收优惠，但它仍然成为行业中标准的操作方法。斯克劳斯认为格雷厄姆确实是一个天才，他常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常会有很多独到的想法，虽然这些想法和常理相悖。斯克劳斯觉得格雷厄姆是用智慧来进行投资的。他对好点子的重视胜于赚钱，当然，好的点子也会给他带来收益。

15.1 寻求便宜的股票

如果问斯克劳斯父子他们的投资策略是什么，你可以得到同样简洁的回答：我们买便宜的。这里的“便宜”是相对于价值的价格。一般来说，能够引起斯克劳斯父子注意的就是价格下跌的股票。他们会仔细审查股票跌落新低表，以寻求那些价格下滑的股票。而最好的情况就是股票能跌到 2 年来或者 3 年来的最低点。一些与他们打了很多年交道的经纪人甚至会给他们打电话征求意见。一般来说，斯克劳斯父子会花更多的精力于价格下跌的股票上——尤其是价格陡然下跌的股票。这或许与常规相反，大多数人注意的是经纪人大力推销的人们都看好的股票。

这种对跌价股票的狂热看上去好像很反常。当投资者觉得很失望的时候，股票价格通常都会下跌，而这都是源于一些很普通的事情：如实际收益低于预期，或者公司的表现持续差强人意而使最有耐心的投资者都觉得没有希望。在斯克劳斯父子经营的这么多年里，他们曾投资于各种各样的行业，大公司，中等公司，小公司；股票暴跌的公司，以及那些股票价格跌落并且持续下滑的公司。而不变的则是他们买的都是折价销售的股票。

他们策略中的另一点也很重要。他们买股票，而不会投资于金融衍生工具，不会购买股指，或是商品。他们也不会卖空——他们曾经卖空过，也从中赚了些钱——但是这种经历却是令人不愉快的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们不会试图控制市场，尽管他们会借助市场来知道到底哪支股票便宜。有时候，斯克劳斯父子也投资于破产债券，而且，如果事实上这些公司真的是要破产了，他们也还是会投资。但是那时候这个领域就变得拥挤不堪了，因为每个投资者都不希望有人和他分享这份收益。对于那些普通的有固定收入的投资者来说，他们会避开这种场合。因为在这种情况下，潜在的收益是有限的，而一旦利率上涨，他们的收益可能为负。斯克劳斯父子的经营之道就是通过投资于便宜的股票来为他们的客户赚钱。

当他们找到了一支便宜的股票，他们甚至会在他们的分析研究完成之前就把它买下了。而事实上，他们对于很多公司都有一个很基本的了解，他们还可以通过价值线或标准普尔股票指南迅速浏览这家公司的财务状况。斯克劳斯父子认为，要想真正了解一支股票，惟一的办法就是去购买它。所以，有时候，他们会标出初始的入选对象，然后再去要这家公司的财务报表。当今市场的形势瞬息万变，要求他们动作足够迅速。

15.2 它价值几何？评估资产、收益和公司的价值

沃尔特·斯克劳斯在为本·格雷厄姆工作的 9 年半里，以及在离开后经营自己公司的那几年里，都能找到以营运资本 2/3 的价格出售的股票。但是 1960 年以后，大萧条已成为一个遥远的记忆，这样的机会基本上已经没有了。现在，如果有公司折价发行股票，要么是因为负债累累，要么是因为严重亏损，未来岌岌可危。此时不再是安全边际的问题，而是这支股票是否还值得拥有的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论怎样，沃尔特还是习惯于用资产来进行评估。因为一家公司的资产要比它的收益稳定得多。如果一家公司有形资产的账面价值为每股 15 美元，那么即使它现在不赚钱，它的资产价值也不可能骤然下跌。当一个投资商以每股 10 美元或 12 美元的价格进行投资，总会有些心理安慰，毕竟它资产的账面价值还是 15 美元。按斯克劳斯长期的经验来看，如果一家公司的股票以低于资产的价值进行出售，通常要么是返回盈利状态，要么就会被其他公司兼并。当然这些都需要时间；他们持有一支股票的时间约为 4 年。沃尔特有足够的耐心继续持有下去，而潜意识里，他还是希望市场的反弹能让他大赚一笔。因此，只要给他足够的时间，他就可以得到回报。他喜欢说，“会有意外的惊喜”。而在过渡时期，资产的价值也能够防止股票的价格进一步下滑。尽管沃尔特会在股票未跌到最低点时就开始购买，并喜欢在更低价位补仓的机会，他也会因为得知他的股票已经跌破底限而睡得香甜。

埃德温·斯克劳斯非常重视资产的价值，同时他更关注这家公司的盈利能力。但他也确实需要一定的资产作为保障。如果一支股票的价格用标准化的盈利能力来计算还算便宜，但是却是其资产价值的 3 倍，那么他是不会考虑购买的。食品、国防、甚至是普通加工行业中一些资历较老的公司，即使他们的股票并不景气，但是他们还是会以高出账面价值的价格进行出售。根据他对这些公司盈利的计算，埃德温仍然能够找到价格足够低的股票进行购买。

当斯克劳斯父子开始严格审查一家新的公司的时候，他们首先会通读它们的年报。毫无疑问，财务报表是非常重要的，而脚注也很重要。他们要确信其资产负债表中没有特别严重的负债。他们会看看该公司历史上资金的使用情况，固定资产处于何种状态。一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有一个完全贬值的工厂的公司，其报表中甚至会显示出比刚新建一个工厂的对手更高的盈利。但是如果它的对手能更谨慎地使用资金，就很有可能会进行更现代更有效率的经营。资产负债表上并不会显示出 10 年来的广告费用，但是如果这家公司懂得怎样利用这笔资金，那么它就确实能为树立一个品牌提供价值。斯克劳斯在寻求一种复兴的潜力。他们购买股票是因为它们便宜，但是他们成功却是因为他们具备对市场是否会对此做出反应而进行充分、精确的计算的能力。他们并不想卷入到这家公司的经营活动中去。对他们来说，了解他们具体的生产经营状况比进行管理更为重要。他们并不要求也不想具备这样的专长。相反，对于任何一家公司，他们都会做一些有限的接触，而更多的则是运用他们博大精深的投资经验来指导他们的决策。

由于斯克劳斯公司在这个行业里历时久远，他们总是不得不随着市场行情的变化来调整他们的准则。当整个市场的价格都上涨时，他们对“便宜”的界定就会变得更相对、更灵活。当一些策略，如投资于破产债券，开始流行的时候，他们就会转向其他领域。和许多伟大的运动员及其他一些价值投资商一样，他们会让游戏来找他们。他们有一些不变的核心原则。他们购买便宜的股票，并且一直持有到价格回复。另外，如果他们进行了正确的投资(也就是说，如果股票足够便宜的话)，他们就乐于接受市场施于他们的一切，而结果就是，会有意外的惊喜发生。

15.3　继续追踪

斯克劳斯父子开玩笑说他们将去参加在他们办公室周围 20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个街区的范围内召开的年会。自从他们在曼哈顿（纽约，而不是堪萨斯）办公，这一限制条件就不像开始那么严格了。当他们出席会议时，他们还是愿意独处，而不希望被分析师和投资经理所包围。有一次，他们购买了 Asarco 公司，一家铜制品采掘和冶炼公司的股票，当他们去参加会议的时候，发现屋子里人山人海。仔细一看，里面还有总裁的夫人、公司的职员、甚至一些与公司有投资关系的公司的工作人员。不用说，还没有找到便宜的股票。后来，这家公司真的从价格低潮中走出，最后被格鲁泊·墨西哥兼并。

由于斯克劳斯公司持有头寸的时间一般是 4 到 5 年，这期间他们有足够的时间来进一步了解这家公司。他们会继续查看公司的季度报表，当然他们也不会忽略每日的价格波动，甚至是每股 2 美分的收益或损失。他们的方法，正如我们所说的，就是极简抽象派的。如果一家公司宣布要进行一场在他们看来是愚蠢的收购，他们就会非常关注这件事情，或者考虑卖出。在瞬息万变的市场行情中，科技创新常常是以周计——如果不是以天计，消减其价值。但是他们所擅长采用的方法使他们所关注的公司并不处于那些变化快的行业之中，因此他们可以原地不动地等待。

当然，他们也不是完全消极的。他们从一开始就在寻找最便宜的股票，在他们购买了以后，就开始分析该行业中其他的公司。这些股票也会出于同样的原因而便宜吗？他们可能发现其他公司的股票比他们第一次购买的更好。或许那是一家高质量的公司，利润更大，负债更低。如果是这样，只要他们仍然能够利用该行业的不景气的状态，他们就会按品质卖掉差的而换购好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.4 何时购进，何时卖出

在股票跌到最低点时进行购买常常是投资商最完美的构想，但是实际上没有人能精确地预计到最高点、最低点、或是其间的任一价格。价值投资者往往是在一支股票开始下滑时买进，不过使股价下跌的悲观情绪或是对该支股票价格走低的预期在短期内并不会消除，而且当价值投资者首次购买时，仍然会有股东不愿意抛售。用行话来说就是，因为他们认识到他们抓住的是一把滑落的刀。而此时价值投资者就会趁势买进。但是对于某些人来说，如沃伦·巴菲特，事情并非如此简单。一旦有传言说伯克夏·哈瑟维公司正在买进，那么股票价格就会狂飙上扬。沃尔特·斯克劳斯说格雷厄姆自己就曾碰到过这样的事情。在一次午餐上，格雷厄姆向一个投资商透漏了自己的名字，当他回到办公室的时候，股票价格上涨得他都不能再购买，最后他也只有坚持自己的价值原则不再进行购买。这也是斯克劳斯父子不愿意和人们进行过多交流的原因之一。

埃德温·斯克劳斯认为他最容易犯的错误，就是首次购进时买得太多，以至于当价格进一步滑落时他就无法再买。如果他首次购进后，价格不再进一步下跌，那么他的决策就是正确的。但是很多时候却是事与愿违的，他总是有机会能将平均成本降低——即以更低的价格再买进一些股票。当然，斯克劳斯父子在这个行业里也是久经沙场的，他们不相信市场会与他们背道而驰，他们坚信价格是会回升的。投资是一项谦卑的职业，但是当几十年良好收益证实了他们决策的睿智时，谦虚会渐渐转为自信。

价值投资者往往是买得快，卖得也快，斯克劳斯公司也不例外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便宜的股票常常都会变得更便宜。当它们从低潮中走出并开始回升时，它们就不再是便宜的股票了。这时，斯克劳斯就会把股票卖给那些欣喜地看到股票价格上涨的投资商。在很多情况下，股票会继续上升，有时甚至是大幅度地上扬，这时价值投资者就开始再寻求新的交易。几年前，斯克劳斯以每股 15 美元，低于账面价值的价格购买了雷曼兄弟投资银行的股票，当它涨到 35 美元的时候，斯克劳斯就把它卖出。几年以后，这支股票的价格超过了 130 美元。很显然，那 100 美元的增值并没有进到价值投资商的腰包。这些年来，他们在购买 Longines-Wittnauer、克拉克石油，以及其他经历着价值低估、价值平估和瞬间价值高估过程的股票时都有类似的经历。再引用一句老生常谈的投资名言：搁在桌上的钱能让人安心睡个好觉。

比起卖出一支见涨的股票，卖出一支尚未回升的股票则需要更多的判断力。有时候，所有的人都在抛售。而对像斯克劳斯父子这样的价值投资商，导致他们这样做的原因是其资产或盈利能力的恶化超出了他们的想象。也许这支股票依然便宜，但是它复苏的可能性却已经很渺茫。即便是一个最有耐心的投资者，他的耐性也会被消磨殆尽，更何况还有别的地方可以进行投资。当然，这时股东抛出股票也许会有亏损，但是从税收的角度看，也还是有利可图的，而这支不景气的股票也算得上是一次失败的教训。

15.5 证券组合：灵活的多样化

一些基金经理认为，证券组合多样化是对知识缺乏的一种抵御措施。一个了解行业、公司、甚至经济的、具有完全信息的投资者，能在他所熟知的领域里持有更少或更多的头寸。尽管所有的价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者都认为积极的证券选择很重要，但是在证券多样化的问题上，他们却是各执己见。斯克劳斯公司就经营着一个证券组合，但是他们并没有规定组合的数量。他们也许会持有 100 支股票，但是往往最大的 20 支股票占了约 60%的份额。有时候他们甚至会使用 60%的资金来购买单支股票，当然这样的集中度一般也是罕见的。我们应该牢记，他们购买的是便宜的股票，而不是有钱的大公司的股票。尽管历史表明他们的投资大多数是有效的，但是有时却是行不通的。难就难在具体的每一支股票应该在何时买进，何时卖出。证券组合多样化的目的是防范不确定性，它也是使斯克劳斯公司成功的一个重要因素。

和他们所采用的方法的其他方面一样，在此他们也更多地依靠他们自己的判断，而不是一成不变的教条。尽管他们并不打算结束他们在一两个行业中的证券组合投资，但是当他们发现在一些不被看好的行业里集中了大量便宜的股票时，他们会增大持有的比例。在这种时候，他们可以在这些被抛售的股票中挑选一些稍好的进行投资。例如，如果铜产品的价格暴跌，那么与铜产品有关的股票就会折价出售。除非铜产品永远消失，不再作为工业和通讯材料，否则供需调节机制自有办法进行调整。在这些时候，不受债务影响的低成本的公司，往往是最安全的选择，但这仅仅是因为没有人愿意持有它们。低廉的价格常常可以弥补大量存在于周期、营运、甚至是管理中的缺陷。

15.6 照顾到客户的利益

沃尔特·斯克劳斯在投资领域里干了 20 年(包括与埃德温一起共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事的 7 年）的时候，沃伦·巴菲特给他的一些朋友写了一封信描述斯克劳斯的公司。斯克劳斯离开格雷厄姆-纽曼（Graham-Newman）时，巴菲特告诉他的读者：

…1955 年。然后在 1956 年格雷厄姆-纽曼关闭歇业了。当然关于这一系列事情的联系，这里我不愿做太多阐述。

在任何情况下，许多投资者最开始都仅仅是凭着一本股票指南月刊，模仿着我这样久经世故的风格，从特迪、布朗尼或者一些在《埃利斯岛》上列名的合伙人手上转租一部分股票。而沃尔特却是直接向标准普尔挑战。

我们已经看到了这场竞赛的结果。

除了又有 25 年杰出的业绩，斯克劳斯基本上没有什么改变。尽管斯克劳斯父子已有一个像样的办公室，他们仍然与特迪和布朗尼分租。他们在股票指南月刊外还参考价值线和报价机上的消息。而他们对客户却一直是忠贞不渝的，这也是斯克劳斯公司区别于其他类似机构的一个特点。在他们的股东里，有的股东的父母就曾是他们的股东，有的甚至三代都是他们的客户。如果用有限责任股东的标准来衡量这个群体，他们都算不上是有钱人，因此他们投放于斯克劳斯公司的钱对于他们来说，是非常重要的。这也是为什么斯克劳斯下定决心要不辱使命的原因。当然，也正是因为如此，斯克劳斯就不愿意向股东透露他们所购买的股票的公司的名称。因为他们所投资的通常都是一些拿不出手的股票，人们都不能在鸡尾酒会上或者是其他的什么地方用以吹嘘一下。尽管有过痛苦的经历——令股东们痛苦，也令他们自己痛苦——他们发现，让股东对于他们投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资行为一无所知，并不会给他们的客户带来多大的安慰。而相反，有些客户则是毅然地撤离了资金，因为他们认为一个证券组合中包含了太多的不看好的股票，风险未免太大。尽管斯克劳斯父子从事价值投资这么多年了，而无论他们怎么进行操作，这些以往的客户都不能理解，在一个所谓合适的价格下（低廉的价格），一个深陷困境的公司怎么就是一个好的投资对象呢？

斯克劳斯公司对他们的股东的纳税金额是很关注的。如果有利可图，但是却是一个短期资本利得，斯克劳斯公司就不愿意出售股票。这常常会让投资面临着风险。而现在的税法使得人们难以通过套期保值来保证一种稳定的收益，除非是做长线。因此，如果长期和短期收益的税率不同，斯克劳斯公司就愿意承担这种风险。

斯克劳斯公司有两点重要的经营管理理念，这使他们得以区别于其他经营着类似规模的投资基金的资金管理人员。第一，每年他们都会把所有实现的利益分发给股东。即使股东要求把钱继续放在那里，他们也还是会坚持把钱放还出去（而一般来说，无论是否得到收益，大多数股东都会提前几个星期要求收回资本）。斯克劳斯并不会把委托给他们的资金看作是要求合伙人解救使其自由的俘虏。这个政策为他们占有一定量的资金提供了保证。他们并不希望管理十几亿的资产；而每年返还的利润的一大部分就相当于将灌木丛修剪到期望的高度。第二，斯克劳斯是从他们的投资中得到他们的工作回报的。这在投资公司中是常见的做法。他们和标准做法的不同在于，他们承担同等比例的损失。如果资金价值在某年下跌，股东账面的价值的下跌幅度会小于基金本身，因为斯克劳斯自己会承担这部分亏损。同时，他们也不会从基金中抽取管理费用，尽管他们的许多同行会这样做。他们只根据他们的业绩来取酬。他们长期以来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经营历史表明，从业的45年中，只有7年的业绩要差于刚刚起步时的状况。这种管理方式正是激励他们不要亏损的另一个因素。

15.7 范例一：Asarco——寻找买主的便宜资产

Asarco是一家铜制品公司，从这家公司1999年的形势里已完全看不到其过去的辉煌。而它曾经是道琼斯工业指数中的一家公司。1998年，Asarco的股票每股损失了1.70美元，而其1995年每股盈利曾为5.65美元。当这支股票价格降至每股15美元以下，Asarco的市值已经跌到6亿美元以下了，且其账面长期负债为8.85亿美元。但是，尽管危机重重，Asarco公司的股票账面价值仍为每股40美元左右。它的资产包括南秘鲁铜制品公司50%的股份，这家公司的股票价值和Asarco的基本相等。南秘鲁铜制品公司的股票一般都是以10美元到14美元的价格进行交易的。在任何一个地方，投资者以15到20美元的价格购买Asarco的股票，将使投资者至少获得账面价值50%的安全边际；在扣除南秘鲁铜制品公司股票的价值之后，他还必须为公司的潜在收益支付5到10美元。

实际上从1993年起，沃尔特和埃德温就开始投资Asarco公司的股票。他们曾以20美元的价格买进，然后次年以30美元的价格卖出。1999年当这支股票下跌时，他们就又卷土重来了。这一次结果就好得多了。Asarco同意与一家铜制品公司，即塞浦路斯阿麦克斯铜矿公司合并。而另一家更大的公司，费尔普斯·道奇公司，则有意兼并这两家公司，并希望能够在他们合并之前进行收购。但是他们没有让费尔普斯·道奇得逞，尽管他向Asarco出的价格为22美元。现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 Asarco 待价而沽，被人收购只是迟早的事情，他只是在等待更高的价格。最后斯克劳斯父子以每股 30 美元的现金把他们持有的股票卖给了格鲁泊·墨西哥。正如沃尔特常说的那样，如果他们的资产还在，一定会有意外的惊喜。

15.8 范例二：J·M·Smucker 公司——卖糖给美国人

据我们所知，沃伦·巴菲特并没有这样说，但是他的一些投资——可口可乐、西记糖果、牛奶皇后——却表明他信仰这一理念：没有一家卖糖给美国人的公司会倒闭。多年来 Smucker 家族的主营业务就是，制作果酱、果冻以及其他糖类甜食。尽管这家公司连续盈利，但是他们并没有照顾到公司外部客户的利益。1992 年他们的股票价格曾高达 39 美元，但是从那时起到 1999 年，股票价格很少再回升到 30 美元。在这段时间里，收益变动幅度不大，1993 年是 1.27 美元，1999 年是 1.26 美元；账面价值则从 7.55 美元涨到 11 美元。价格-账面价值比从来没有降到 1.5:1。而市盈率也只是在 1999 年的最惨淡的一天里才低于 15。无论是基于计算得出的资产价值还是收益价值，Smucker 公司的股票都称不上是一项价值投资。

到 2000 年，Smucker 价格跌破 15 美元。整个食品股都非常不景气，Smucker 也不例外。于是斯克劳斯父子就收购了一些。该价格是该公司收益的 10 倍，远远低于历史水平。尽管 Smucker 并不是一家拥有特许经营权的公司，但是他确实有一个已确立的品牌，在一些超市里也有专门的货架。如果以盈利能力作为基础计算，该股票价格已足够低，可以持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两点理由可以证明这项投资是值得的。第一，当百斯特食品公司被联合利华收购时，其他食品公司的股票价格也有所上扬。第二，Smucker家族，作为这家公司有控制权的大股东，开始决定简化其股票结构，删除一部分特等投票权。这些决策，尤其是特等投票权的废除，使该支股票的流动性更强，该公司被收购的可能性也更大。由于联合利华的收购以及Smucker家族公司的改革，在七八个月的时间里，这支股票由15美元涨到25美元。现在斯克劳斯面临的选择就是，要么从短线资本中获利——但这并不是他们所期望的，要么继续持有这支股票直到价格下跌或价值高估。他们选择了更理性的方法，认为看着这股票跌到15美元以下比持有这支股票并交税更痛苦。而实际上在年底以前这支股票就升到了27美元。但是现在，在这一更高的价位水平上，这支股票对斯克劳斯来说已无关痛痒了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章 保罗·D·索金

小即是美，对丑者而言尤其如此

保罗·索金（Paul Sokin）的职业生涯比这里介绍的其他投资者的都短，但这仅仅是因为他是最年轻的。和其他人一样，保罗·索金也是在未成年时就购买了他的第一支股票。如今，保罗·索金把看赛事新闻的时间都节省下来，也不好打听最时兴的饭店或最畅销的小说。但是，如果最近一家小公司的股票大幅度下跌，保罗·索金就成了一个善谈的人。这支股票也就进了他要研究的便宜的股票的范畴。如果这个现象引起他的注意，他会进行深入的调查：要么忽略——大多数情况下是这样，要么投资——而在这种情况下，他就会坐下来了解更多的情况。无论怎样，保罗·索金都会将这支股票加入到他的公司列表中。保罗·索金在他的事业中投入了极大的兴趣和精力。他将一直持有这些股票的信息，而他的公司列表也一定会越来越长。

索金是哥伦比亚商学院的研究生，在那里他讲授股票分析和高级价值投资。在进入哥伦比亚大学之前，他曾在证券交易委员会和高盛公司工作。在毕业前夕，他进了 Royce & Associate，一家擅长于小型和微型价值证券的资产管理公司，他的职位是分析师和证券经理。然后他跳槽进了曼哈顿第一公司，这也是一家金融公司，它侧重于投资大公司的股票。从 1999 年 11 月起，他成为蜂鸟价值基金的投资总裁。索金是这家公司的股东，也正是从这里，他开始转向他所喜爱的小型和微型资本世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于价值投资者来说，最经典的著作无疑是本杰明·格雷厄姆和大卫·多德 1934 年编著的《证券分析》，现在这本书已经印至第五版了。但是索金和许多热衷于价值投资的人都更喜欢早期的版本。对于索金来说，1954 年发行的第三版最好，那实际上也是格雷厄姆写的最后一本书，书中丰富了作者在大萧条和战后复兴时期的一些亲身经历。索金很欣赏格雷厄姆在格雷厄姆-纽曼公司写给投资者的信件，他也很喜欢沃伦·巴菲特在去伯克夏-哈瑟维公司之前，经营巴菲特合伙公司时写的信件。当时的巴菲特合伙公司曾使许多投资者变得富有。索金对于伯克夏公司的年笺毫无兴趣，至少是毫不关心。这些年缄写于巴菲特拥有很多资金进行投资的那段时期，当时他不得不专注于那些可以永久持有的资本额大的股票。尽管价值规律仍然适用于这些情况，但是要复杂得多。现在，在这个游戏里，投资者在和最精明的玩家赌博。因此误差幅度——如果不是安全边际，会小得多。和其他价值投资者一样，索金更倾向于和少数人一起参与游戏。

和格雷厄姆一样，索金最喜爱的价值投资方法是使用资产负债表。此时，资产——即现金和应收账款——越多，自然是越好。不过现在格雷厄姆的实净值要比 1934 年难找，人们惟一有机会进行定位的就是小型资产领域，尤其是微型资产领域。任何一个稍有规模的公司都不可能逃避投资商的审视，每天价值投资商都在期望从中寻求可发掘的利益。小的公司可能也不例外，但管理着大量资金的人通常还是将远离这一片市场，于是有时候实净值可能会下降。

还有更好的办法找到一家现金充足的公司，尽管它可能不符合实净值的标准。索金喜欢考察这样的个案：假设一家公司的市值为 2 000万美元，收益为 100 万美元。通常来看，市盈率为 20，而且在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数情况下，这支股票算不上是一支便宜的股票。但是，如果这家公司有 1 500 万美元的净现金量(现金减去贷款)，那么就可以以 500 万美元的价格收购这家公司。真正的市盈率接近 5（净收入要减去这 1 500 万的利息收入)，这个时候这支股票就非常值得购买。索金用资本化率作为衡量标准来考察这些公司。在资本化率计算公式中，分母是负债的市值加所有者权益的市值减去现金或现金等价物，分子是营业性收入(息税前利润)×(1－税率)。其目的是要揭示一个投资商需要支出多少，才能得到该公司所有的税后营业性收入。索金就是运用资本化率进行分析的，这相当于是一种筛选测试，看看这家公司是否值得进一步研究。与其他常用的价格-收益比或价格-账面价值比等筛选标准不同的是，它的分子是营业性收入，而不是净收入，采用净收入容易引起误解。

16.1 如果没有跌到最低点，就不要购买

几乎所有的价值投资商都是反向投资者，但并不是所有的反向投资者都是价值投资商。区别很简单。虽然他们都在寻求价格最低的股票，但是市盈率低或市价-账面价值比低等指标就能使反向投资者满足，他们希望看到价格走势图显示当前价格远远偏离最高点。对于反向投资者而言，这就是他们的目的。而对于价值投资商来说，他们不仅仅将当前的证券价格与前期的高值比较——这意味着某些投资者极度失望，而且还将之与这家公司的内在价值相比，这意味着对该公司的资产和获利能力进行考察。对于价值投资而言，证券价格的波动是一个必要条件，但不是一个充分条件。

在这种情况下，索金喜欢研究所谓的跌停的 IPOs（首次公开发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行)。在股票市场处于上升的时期，常常会有很多因素促使新的公司上市。第一个因素是该公司的早期投资者，这些投资者也许是他的亲戚朋友，也许是一个风险资本公司。他们最终的目的都是将这一资产出售以图利。另一个因素是这家公司的经营者，因为他们手中持有很大的份额，IPOs 使他们得以在一个相对便宜的价位增加扩张所需的资金。第三个因素是进行承销的投资银行家，他们从一次成功 IPOs 中可以得到约 7% 的手续费，从而可以冲抵他们在其他交易中的支出。向客户进行分销(销售)股票的经纪人常常尽力争取 IPOs，那些能在第一时刻得到热门股票且能从第一天的股票买卖中获取暴利的大的投资商也是如此。

公开上市的公司需要有足够的勇气来面对现实，以协调这些利益关系。在第一次公募之前，公司应尽量控制员工招聘以降低开支，推迟其它具有随意性的开销总之是采取尽可能的办法来增加收入。由于公众非常迫切地要求新兴产业 IPOs，以致于那些几乎从未有过盈利的企业都能出售股票，在 20 世纪 90 年代末期无须采取这些做法。但是，人们在购买新发行的股票时，一定要注意公司的情况到底是否可靠，价格中有多少虚假成分。

以 SCC 通讯公司(SCCX)为例。这家公司是提供专业软件和电话器材的公司，该公司于 1998 年 6 月上市，由罗伯逊·斯蒂芬，哈姆布瑞齐(Hambrecht)以及魁斯特(Quist)等高科技股的一级发行银行承销。到 1997 年年底，尽管 SCCX 间或有些亏损，但它在连续经营中的净收益达 245 万美元。1995 年到 1996 年，以及 1996 年到 1997 年，销售额连续翻番。一切迹象表明该公司会以每股 12 美元左右的价格发行 210 万新股，以筹集大约 2400 万美元的资金。公司计划从收益中拨出一部分来偿还 400 万美元的银行债务，余下的用作企业的一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规划，包括研发。除了企业出售的 210 万股，企业的早期投资者也已经卖出了 120 万股，而出售这些股票的钱也不会返回给公司。尽管这些股东出售的可能只是他们手中股票的一小部分，但是一些内部人士急于变现，出售股筹，这也不是什么大不了的事情了。

在上市后，将近有 1000 万发行在外的股票，账面价值是每股 3.5 美元。也就是说，投资者以 12 美元每股的价格购买的股票，得到的是 SCCX 偿还债务后，用以创造收入的价值为 3.5 美元的资产。在 1998 年 11 月底(见图 16-1)，不计特别项目或权益收益减损，公司的收入约为每股 0.50 美元，如果加上这两项，收入则为每股 0.29 美元——这个数字很难打动一个价值投资者。

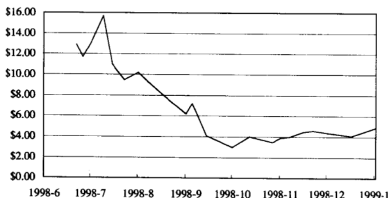


图 16-1 1998 年 SCCX 价格走势图

和大部分 IPOs 一样，SCCX 的股票价格从发行价开始上涨。一个月后的交易价格达到了 16 美元。但是这时，外界开始对它进行攻击。在 1998 年第二季度公司披露信息时，投资者发现该公司的利润增长率和收入增长率都开始趋平。尽管这并不会对股票的价格造成很大的冲击，因为该公司股票的价格本身就没有多大的水分，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于 SCCX 来说，这是股票价格下跌的前兆。1998 年 8 月低，股票价格为 7 美元左右，并继续下滑，直到 1998 年 9 月，价格跌破 3 美元。在此期间，由于俄罗斯债务危机，长期资本管理不善，以及市场疲软，整个股市暴跌。SCCX 的股票价格在年底时有所恢复，达 4.70 美元左右。该公司的 IPO 完全是失败的。

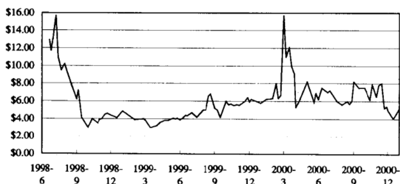


图 16-2 SCCX 价格走势图，1998～2000 年

但是，糟糕的事情并没有结束，在 1999 年的头几个月，股票价格继续下跌(见图 16-2)。索金在每日备忘录里把它列入到新的走低公司表中，在他对这个公司做了一番研究后，他确信最黑暗的时刻已经过去。其中一个主要的原因就是，该公司利润和收益增长的减慢实际上只是一个时滞问题，因为当时国会正在讨论通过一项法令，要求电话公司必须使用 SCCX 公司提供的服务。3 月，该支股票跌到 4 美元。当证实了这确实只是一个暂时的衰退，索金开始买进。在他持有该股票期间，股票价格在春季有所回升，但在夏季又开始下跌。该公司的业绩仍然很平庸。到秋季，国会真的通过了这项法令，而 SCCX 公司也为电话业务公司开发了新的服务项目。这样，在 2000 年 3 月，基本上所有电信行业的公司都笼罩在幸福的光环里，SCCX

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股票由 8 美元飚升到 16 美元。对于一个价值投资商来说，这着实让人狂喜不已，而索金也乐于让市场先生分享他的快乐。索金抛售了他的股票，有的是以 13 美元卖出，有的是以 15 美元卖出，当市价走低时，他就以 8 美元卖出。

当然，这个投资原理并不是在任何时候都会起作用。索金一直在等待，直到股票市场超出承销商促销股票时期望值的最低限度，股票价格缩减得毫无水分，此时投资是有效的。在 2000 年初，当整个电信股票价格虚假繁荣的时候，索金不是买进，而是卖出，在这个时候，卖出是有效的。因此，要成为一个优秀的价值投资商，他就必须学会去适应这个市场。

16.2 附加信息的价值

赞成投资小公司的理由通常有：小公司有更好的发展前景；小公司可以更敏捷地利用市场机会，应对市场变化；而且由于很多基金都不愿意投资小公司股票，购买这些股票就可以比较便宜；最后，由于没有分析师会注意这些小公司——即使有，也为数不多——因此这家公司的信息和前景就很少被股票价格反映出。如果有 500 位分析师都盯住通用电器(这一估计并不极端，它是以持有该股票的机构账号数量以及为经纪公司或其他专家服务的卖方分析师的数量之和为基础得出的)，那么第 501 位分析师基本上就不能再对这家公司补充更多的分析意见了。但是，如果只有一位分析师在关注这家公司，那么第二位分析师就一定可以发现一些更重要的信息。而且如果这个分析师不把他的结论公之于众，而是作为自己个人的投资决策，那么在他的证券投资业绩中就可以反映出这项研究的分析价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索金赞同上述所有理由，并且补充道：小公司的行为更易于理解。无论是他们的财务报表还是他们的商业模型都很简单。通常，他们都是单线经营，而不像标准普尔 500 企业，同时在 5 个甚至 15 个行业经营。他们的竞争对手很少，而且重要客户也不多，因此分析师不用花很长时间打电话以确认公司经营是否顺利。用经济术语描述即，研究小公司所耗费研究时间的边际价值远远超过大公司。

16.3 小股票，大投资

许多价值投资商都曾经做过集中型的证券组合。关于证券组合的争论来自于现代投资理论。现代投资理论将风险划分为系统风险和非系统风险。非系统风险来自于拥有单支股票带来的风险(不确定性)。这种风险可以通过证券多样化——即持有足够多、变化趋势不同的证券——来降低甚至消除。而系统风险就不能通过证券组合来消除，该类不确定性源于市场本身的回报率，或者从更广的范围讲，源于市场整体的不确定性。根据这个理论，如果没有风险，也就不存在收益，因此最好的选择就是进行证券组合。这通常意味着应当持有 20 支或更多的股票，或者从全球的角度来看，在更多的市场上进行投资。许多价值投资商对现代投资理论提出质疑，认为不能进行证券组合。他们认为，第一，证券价格的波动并不是惟一的，甚至也不是最合适的风险衡量标准，如果有更多的信息和更好的分析师，风险就会降低，而这就要求以更高的安全保证金来购买股票。第二，他们认为他们只有一点非常好的想法，并且不想因在投资组合中加入更多表现平平的股票而减少那些潜在的明星股所能带来的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16-1 多样化组合

项目	套利操作			一般证券操作		
	微型资产套利	清算	让产易股和重组	中度忽略	深度忽略	混合
时间段	1 到 3 个月	1 到 18 个月	1 到 18 个月	1 到 3 年	3 年或以上	3 年或以上
内在价值	固定	固定至见涨	固定至见涨	见涨	见涨	固定至见涨
折扣	小	不定	不定	大	很大	大
时间表	可预测的	可预测的	可预测的	不可预测的	完全不可预测	不可预测的
市值	微小至小	微小至小	微小至中等	微小至小	微小至小	微小至小
市场相关性	小	小	小	中等	小	小
流动性	差至好	差至好	差至很好	中等至很好	差至低	差至低

索金不是“集中性”价值投资学校的成员。实际上，他非常青睐投资组合。他经营的证券主要分为两大部分，每部分又有三个分项(见表 16-1)。和本杰明·格雷厄姆一样，索金将其中的一个部分称作是一般证券操作。在这类操作中，他投资于传统的价值股票：在华尔街或者在一级市场上已经不受青睐的小型和微型资产。他将这些股票列入他的新的淡季股票表中，每日查看，并且采用各种监察手段以确信这些股票要比银行的现金、其他的有形资产或者是标准收益都要便宜。他也投资于混合证券，一般都是优先股或可转换债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，当然前提是它们的价格都很低廉。

证券组合的另一部分则是各种各样的套利机会。索金十分宽泛地使用“套利”这一术语，但是他所使用的这一术语与我们所熟知的术语之间的共同点，就是某些突发事件会影响股票价格。公开的购股兼并，让产易股，公司清算以及其他类似事件都是套利的黄金时机，它们都能带来高额投资回报和低的风险。由于索金经营的公司规模太小，往往不会吸引大的套利资本，所以这些意外的套利机会是存在的。套利和一般证券组合的区别除套利部分中每一头寸都具有高回报和低风险的特征外，还有使这种投资组合赚钱的因素。

从概念上讲，套利部分中的每个头寸对于价值的实现都有一定的催化作用。只有当某些突发事件发生或者将要发生，并引起价格的变动时，他们才会起作用。而相反，在一般证券中的股票则会经历很长一段时间才会使市场价值和内在价值趋于一致。如果它们受到青睐，它们就不会首先出现在他的证券组合里，而它们的运营或是资产要想再次得到公众的注意也许要经过好几年，当然也有可能是一夜之间的事情。在索金的“深度忽略”分项中有一支股票，那是一家不被重视的公司。但是在一个星期的时间里，由于一条新闻报道认为该公司是美国可能对古巴放宽贸易禁运的潜在受益者，它的股票价格从 1 美元涨到近 4 美元。这支股票被纳入投资组合中就是因为它代表了价值，索金预期在两年内它能涨一倍或两倍。当所有的这些变化都压缩在一周时，索金卖出了他的很大一部分头寸以满足市场先生的胃口。几个星期以后，谣言开始平息，新的股票持有者开始琢磨为什么他们当初会首先购买这支股票，因为这时股票价格已经跌到每股 2 美元，而此时索金则在市场上开始购回这支股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，在一般情况下，如果在证券组合中注入稳定现金流，套利头寸会周转得较快一些。人们组合它们是出于不同的资产选择的需要和不同的原因，证券组合的这两个部分彼此并不高度相关，而套利部分和整个市场也是不相关的。这样，证券多样化的基本目的是为了防止证券组合中的价格波动，而不是仅仅意味着持有 30 种股票，并确信它们分属不同的行业。

16.4 Centennial Technologies：不受欢迎，未抛补，价值低估

1999 年 11 月，Centennial Technologies 公司的股票跌到新低点，这引起了索金的注意。他得知在几年以前一宗大的会计丑闻批露中，Centennial Technologies 是头条新闻，因而股价大跌，Centennial Technologies 被提起公诉，其股票也被停牌。和其他投资者一样，索金认为这家公司已经趋于崩溃了。但令他吃惊的是，这家公司又重新回到证券市场上。索金决定做一番研究看看 Centennial 公司是否值得投入更多的关注。

他发现在 1999 年 5 月，Centennial 公司向起诉者出售了 500 万支股票以了结这场官司。而这些股票持有者，由于与这家公司的不愉快的过往，在随后的几个月内就把股票抛售了。9 月底，在基本经营状况毫无变化的情况下，其股价从 7 美元下跌到 4 美元。原因很简单，是由于抛售者的自发行为，而不是公司的经济条件问题。而且该公司的经济条件非常完美。Centennial 公司生产的是系列 PC 卡，以及采用闪存芯片的与计算机有关的产品。他们的投资回报很高，现金流量大并且一直见涨。为了证实他的初步印象，索金进行了成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本计算，如表 16-2 所示。

表 16-2 Centennial Technologies 资本构成 （美元）

项　　目	价值
价格	4.313
发行在外的股票	3.250
资产市场价值	14.016
总债务	0.000
现金	6.400
世纪电器(Century Electronics)的利率	6.700
公司价值	0.916
前 12 个月经营收入	1.300
资本回报率	142%

计算该公司的现金和在其他公司的股份，索金发现这家公司市值约为 90 万美元。要获得这样一笔资金，其所有者必须收购这样一家公司：在过去的 12 个月里，经营收入为 130 万美元。经营收入一般都在不断上涨，现在每年的经营收入达到 240 万美元。好在有 5 000万的净经营损失结转，在未来的很多年里，公司无须为这些收入交税。

为了证实该公司已经从死亡线上挣扎回来并且运作良好，索金核对了一下新的首席执行总裁的背景，发现他曾经非常成功地经营了另一家上市公司许多年。索金还确信，没有一家公司看上去能这么好，并且售价如此低。索金和该公司的财务总监(CFO)通了电话，确信该公司的经营势头坚挺并且仍在上升。然后索金做了另一项计算：粗略估计内在价值。他选取了 12 个月作为观察期，每股收益 0.40 美元，并赋予它们 10 倍的市盈率乘数，这样每股的价值就是 4 美元。然后，他加上 4.03 美元的净现金和证券，总的内在价值就约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 8 美元。证券以稍高于 4 美元的价格出售，意味着它的安全边际为 4 美元，或者说是内在价值的 50%。在他第一次购买该股票后，股票跌到 3 美元。这使得他再次给财务总监打了个电话，但是财务总监仍然向他保证一切正常。作为一个优秀的价值投资商，索金进行了补仓。

进入催化阶段。12 月 30 日，星期五，Centennial 公司宣布他们已经用 600 万美元的现金和支票购买了英特尔一个部门的 60 万股股份(见表 16-3)。上午 8:30，给 Centennial 公司打的另一个电话使得索金确信该公司的这次收购使收益迅速增长，但固定资产的增加却很少。Centennial 公司购买的是存货和客户，它已经有足够的生产能力来支持产量的增加。索金重新做了一番内在价值的计算，考虑了该公司购进的英特尔公司的股份以及用以支付的现金和股票等因素。

表 16-3 英特尔公司收购 Centennial Technologies 的内在价值

(美元)

项 目	价 值
公司价值计算	
价格/美元	4.625
发行在外的股票	3.850
权益资本市场价值	17.806
总债务	0
现金	0.400
世纪电器的利息	6.700
公司价值	10.706
盈利能力价值计算	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项　　目	价　　值
预期息税前利润，假设经营价格是 600 000	2.400
英特尔公司 2 000 万收益，经营利润率为 8%	1.600
预期经营收入	4.000
税(净经营损失结转)(%)	0
净收入	4.000
发行在外的股票	3.850
每股收益	1.04
市盈率	10
每股获利能力/美元	10.39
现金和证券	7.100
发行在外的股票	3.85
每股现金和证券/美元	1.84
每股总的内在价值/美元	12.23

预期到一旦这个消息为市场所消化，这支股票就会上涨，索金以开盘价 4.63 美元买进，到中午它就上涨到 5.00 美元。索金离开办公室去参加一个会议，当下午 1:30 回到办公室的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这支股票已经上升到 9 美元了。开始他还以为千年虫提前一、两天来到了，直到他给交易商打过电话，才消除了这个念头，确实是 9 美元。市场先生又饿了，它基本上消化了所有的安全边际。因此在那一年的最后两天里，索金卖出了 60% 的头寸，平均价格为 9 美元左右。

这个故事给我们很多启示。很多人都以为价值投资者往往都急于抛售。他们的计算都是基于资产和当前的盈利能力，而对于潜在的利润增长，他们表示怀疑。当股票价格趋于完全的资产价值或盈利能力价值时，价值投资者就会考虑抛售。不仅仅在购买股票时要求安全边际，在每日持有股票时也同样要求安全边际。当安全边际消失时，价值投资者也会随之消失。在 Centennial 公司的这个案例中，索金认为盈利能力价值的增加应该是合理的，因此他将一直持有 40% 的股票。他出售剩余的股份，很大程度上是因为股票价格上涨过快，而使这支股票成为他证券投资组合中很大的一部分，他的头寸限制原则促使他进行抛售。

继续持有这支股票的一部分能促使证券经理提高警惕。2000 年 6 月 24 日，季度终了时，索金仔细研究了 Centennial 公司的 10Q 表。收益增加的势头强得出乎人们的意料。销售量上升，利润大幅度上涨。公司一切步入正轨，年收益至少是 800 万美元，即每股 1.60 美元。财务总监向索金保证，公司历史上的疏忽只会让他们在评估上更加谨慎和保守。尽管他们投入大量的现金用于购买英特尔公司的股份，由于收益的增加，股票的内在价值也在上涨。同时，账面上以成本计价的库存的实际价值也有显著上升，这增加了一笔未反映在资产负债表上的安全边际。索金修订了他所做的内在价值评估，如表 16-4 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16-4 2000 年 6 月 Centennial Technologies 内在价值（美元）

项　　目	价　　值
公司价值计算	
价格	11.250
发行在外的股票	4.800
权益资本市场价值	54.000
总债务	0
现金	0
世纪电器的利息(%)	0
公司价值	54.000
盈利能力计算	
预期息税前利润	8.000
税(净经营损失结转)	0
净收入	8.000
发行在外的股票	4.800
每股收益	1.67
市盈率倍数/倍	10
获利价值	16.67

7 月和 8 月上半月，股票价格在 10 美元上下波动。内在价值超过 16 美元，当前投资的安全边际约为 40%左右。索金成了买家，以 8 美元和 9 美元买进。新的信息需要进行新的评估，一家公司，即便是在 1 月份的时候看上去是完全定价，很可能在 8 月份就会成为一笔好交易了。

再评估往往是值得的。2001 年 1 月 23 日，Soletron，一家大的电器行业的合同制造商，愿以每股 21 美元购进 Centennial 公司的股票。在不到一年的时间里，这支股票的价格翻了 5 番，从原来的 4 美元涨到现在的 20 美元；与此同时，纳斯达克指数下跌 15%。正如索金常说的那样，价值投资者常常都会有意外的收获。